



UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

**REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS ANGOLANO**

SILVANO JUNIRELSON GOMES EPALANGA

MESTRADO EM CIENCIAS JURÍDICO-FINANCEIRAS



UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO

**REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS ANGOLANO**

SILVANO JUNIRELSON GOMES EPALANGA

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO, ORIENTADO PELA PROFESSORA
DOUTORA RUTE SARAIVA, apresentado no curso de Ciências Jurídico-
Financeiras, relativo ao 2º ciclo de estudos da Faculdade de Direito da
Universidade de Lisboa, para obtenção de grau de Mestre

Lisboa, 2016

*À memória de
Emília Gomes (minha avó),
Anita Gomes (minha tia),
Sandra Epalanga (minha irmã),
Por este projecto impedir-me de prestar-lhes a última homenagem.*

AGRADECIMENTOS

Chegar ao final de um percurso, qualquer que seja a sua natureza, é sempre motivo de satisfação. Tal satisfação acaba por ter um valor imensurável quando a mesma corresponde à realização de um sonho pessoal. Percorrido um caminho de imensos desafios, de obstáculos e da sua superação, impõe-se tecer algumas palavras de apreço e agradecimento.

Primeiramente a Deus, pela vida e orientação.

À professora Doutora Rute Saraiva, pela forma como acolheu a minha pretensão e por ter acedido prontamente a orientar a presente dissertação, pelas críticas, sugestões e motivação. Reitero o meu profundo respeito e apreço pelas suas qualidades humanas e profissionais.

À senhora dona Maria Gomes. És mãe em todos os sentidos desta palavra. Obrigado por tudo, mãe, por nunca questionares as minhas decisões, muitas vezes até rebeldes, e por ainda assim me estenderes a mão e me acalentares sempre que necessitei.

Ao meu irmão Samuel Gomes, meu “mano”. Ao meu pai, aos meus irmãos, familiares e amigos, por compreenderem a minha ausência durante este período e serem o meu refúgio quando a intensidade dos estudos clamava por afecto e nunca me deixarem faltar palavras de incentivo e de apreço.

Aos meus colegas de turma de mestrado, pela paciência, mas igualmente pelo esforço e simpatia com que me receberam e ajudaram a começar uma nova etapa da minha vida.

ÍNDICE

PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS	7
I-INTRODUÇÃO	11
II-CARACTERIZAÇÃO DA ECONOMIA ANGOLANA E DESENVOLVIMENTO DO SECTOR	
FINANCEIRO	14
1. ENQUADRAMENTO.....	14
2. EVOLUÇÃO DA POLÍTICA ECONÓMICA E DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO.....	17
2.1 <i>Da direcção Central da Economia à Economia de Mercado (de 1975 a 1992).....</i>	<i>17</i>
2.2 <i>A Fase da II República (de 1992 a 2002).</i>	<i>22</i>
2.3 <i>A Fase do Pós Guerra (de 2002 a 2010).....</i>	<i>24</i>
2.4 <i>A Fase da Consolidação Política (de 2010 até ao presente).....</i>	<i>26</i>
3. INFLUÊNCIAS.	29
3.1 <i>Economia Informal.</i>	<i>29</i>
3.2 <i>A Petrodependência.....</i>	<i>33</i>
3.3 <i>A Petrodolarização.....</i>	<i>36</i>
4. INDICADORES MACRO ECONÓMICOS.....	37
4.1 <i>Breve Caracterização dos Mercados Financeiros Actuais.....</i>	<i>39</i>
III-A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DOS VALORES MOBILIARIOS.....	43
1. ENQUADRAMENTO.....	43
2. OBJECTIVOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS:.....	46
2.1 <i>O princípio da protecção dos investidores.....</i>	<i>47</i>
2.2 <i>O Princípio da eficiência dos Mercados.....</i>	<i>51</i>
3. MODALIDADES DE INTERVENÇÃO.....	57
3.1 <i>A auto-regulação.</i>	<i>58</i>
3.2 <i>Regulação Baseada em Princípios.</i>	<i>60</i>
3.3 <i>A Regulação Baseada em Regras</i>	<i>62</i>
4. A COMISSÃO DE MERCADOS DE CAPITAIS NO SISTEMA FINANCEIRO ANGOLANO	63
5. INTEGRAÇÃO ENTRE OS DIVERSOS SUPERVISORES NACIONAIS.....	66
5.1 <i>O Banco Nacional de Angola</i>	<i>66</i>
5.2 <i>A Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros.</i>	<i>68</i>
5.3 <i>O Conselho Nacional de Estabilidade Financeira.....</i>	<i>69</i>

5.4	<i>O Governo: Presidente da República e Ministro das Finanças.</i>	71
IV-ORGANIZAÇÃO ADMINISTRATIVA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIO ANGOLANO		74
1.	ENQUADRAMENTO	74
2.	ATRIBUIÇÕES	75
3.	COMPOSIÇÃO ORGÂNICA	77
4.	A NATUREZA JURÍDICA DA CMC.....	78
5.	A CMC, UMA ENTIDADE ADMINISTRATIVA INDEPENDENTE?	83
5.1	<i>Independência formal</i>	84
5.2	<i>Independência de facto</i>	88
6.	A <i>ACCOUNTABILITY</i> COMO PRESSUPOSTO DE INDEPENDÊNCIA.....	91
6.1	<i>Accountability da CMC</i>	94
7.	REGULAÇÃO E SUPERVISÃO DO MERCADO.....	95
7.1	<i>Poderes de Regulamentação</i>	96
7.2	<i>Poderes de Supervisão</i>	97
PODERES SANCIONATÓRIO.....		108
7.3	<i>Legitimidade e fundamento</i>	110
7.4	<i>Transgressões no mercado de valores mobiliários</i>	111
8.3	<i>Crime de Abuso de Informação Privilegiada</i>	113
8.4	<i>Manipulação do Mercado</i>	114
V-CONCLUSÃO.....		116
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS.....		124

PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS

ARSEG_ Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros

BM _Banco Mundial

BNA _ Banco Nacional de Angola

BODIVA _ Bolsa de Dívida e Valores de Angola

Cfr. _ Conferir

CMC _ Comissão de Mercado de Capitais

CNEF _Conselho Nacional de Estabilidade financeira

CRA _Constituição da República de Angola

CVM_ Código de Valores Mobiliários

DL _ Decreto-Lei

DP _ Decreto Presidencial

DR _ Diário da República

EO _ Estatuto Orgânico da Comissão de Mercado de Capitais

FMI _ Fundo Monetário Internacional

INE _ Instituto Nacional de Estatística

IOSCO _ Organização Internacional de Reguladores de Valores Mobiliários

LBNA _ Lei do Banco Nacional de Angola

LIF _ Lei das Instituições Financeiras

Minf. _ Ministério das Finanças

MPLA _ Movimento Popular de Libertação de Angola

MPME _ Micro, Pequenas e Médias Empresas

OGE _ Orçamento Geral do Estado

OPA _ Oferta Pública de Aquisição

p.e. _ por exemplo

PCA _ Presidente do Conselho de Administração

PIB _ Produto Interno Bruto

PND _ Plano Nacional de Desenvolvimento

RdaAN _ Regimento da Assembleia Nacional

S.E.F _ Saneamento Económico e Financeiro

SADC _ Comunidade para o Desenvolvimento da África Austral

UCF s _ Unidade de Correção fiscal

Vol. _ Volume

RESUMO

O presente estudo visa analisar o contexto da regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários Angolano, tendo em conta os objectivos da Comissão do Mercado de Capitais (CMC), enquanto entidade pública com esta missão, alinhada com as características e especificidades da economia e do sistema financeiro Angolanos.

Destacam-se a regulação e a supervisão no contexto sócio-económico e financeiro Angolano e a estrutura com que se tem vindo a desenvolver o mercado de valores mobiliários, dada a importância deste segmento do sector financeiro para o desenvolvimento e o crescimento económicos. No debate é abordada a evolução das políticas económicas e o desenvolvimento do sistema financeiro da pós-independência até à actualidade, dando conta da influência das informalidades, do petróleo e do dólar, e fazendo referência ao actual quadro macroeconómico e, de forma breve, aos mercados financeiros.

Os princípios da protecção do investidor e da eficiência do mercado, que devem condicionar a intervenção do Estado no universo mobiliário, têm na transparência a base para a sua concretização. Importou assim considerar o modelo de intervenção do Estado no mercado de valores mobiliários e a relação da CMC com os demais supervisores financeiros.

Mereceu de igual modo análise a estrutura da CMC, a sua atribuição e composição orgânica. Levantou-se a problemática da natureza jurídica, da independência e da “*accountability*”. Dado o facto de não estar em funcionamento o mercado accionista, os poderes sancionatório, de regulação e supervisão, tanto prudencial como comportamental, são abordados de forma limitada. Concentramo-nos na questão do segredo profissional das autoridades de supervisão e na cooperação internacional da CMC com as autoridades congéneres, e na legitimidade do poder sancionatório, fundamento e disposição processual.

Em suma, a tarefa de regulação e supervisão releva a necessidade da manutenção da independência de facto, além da importância de um forte regime de transparência, prestação de contas e responsabilização pública desenvolvida pela actuação do supervisor.

Palavras-Chave: Desenvolvimento económico-financeiro, mercado de valores mobiliários, CMC, regulação e supervisão.

ABSTRACT

The present dissertation aims to analyze the context of the regulation and oversees of the capital market in the Republic of Angola while taking into account the objectives of the Committee for Capital Market (CMC) as a public entity, all in alignment with the mission, characteristics and specificities of the Angolan economy and the financial system.

Further, it will be underlined the development of the security of its socio-economic and financial structure, due to the importance of this segment in the financial industry for the development and economic growth.

The discussion will also demonstrate the evolution of economic policies and the already development that the Angolan financial industry has already made, due to the right guidance of economic policies underlined by the current economic task force. We will not forget the influence of the informal market, of the, oil and gas industry, and of the dollarization of the economy, and we will provide a brief but current macro economic framework and the capital market.

The principle of investor protection and market efficiency, constitutes a central piece of the state intervention in the capital markets, furthermore, the concept of transparency remains the key foundation for reaching its full objectives. Not to forget to mention, the state intervention model in the capital market and the relation of CMC with other financial supervisors.

Last but not least, the structure of the CMC, its assignment and organic composition deserves our attention. It raises problematical questions of legal nature, independence and accountability. The powers of regulation and supervision, both prudential and behavioral, are approached in a limited way. We focus, instead, on the question of confidentiality of supervision authorities and international cooperation of the CMC with its counterpart authorities and the sanctioning power, base on procedural disposition.

To sum up, the task of regulation and oversight, pinpoints the necessity of true independence of the financial authority and the importance of a great transparence, accountability and public responsabilization regime, carried out by the oversight, institutions actuation.

Keywords: economic and financial development, capital markets, CMC, regulation and oversee.

I-INTRODUÇÃO

A escolha do tema da presente dissertação prendeu-se essencialmente com o objectivo pessoal de querer aprofundar conhecimentos sobre o mercado de valores mobiliários, uma matéria completamente desconhecida até ao início do mestrado, mas que passou a ser alvo de interesse a partir do ano de 2013, em que eu frequentei o quinto ano da licenciatura.

Eram patentes as dificuldades em abordar uma matéria jurídica que não se perfila nas cadeiras das faculdades de Direito em Angola, restringida que está a sua abordagem à vertente de economia e finanças. Entretanto, pretendíamos uma temática que permitisse uma análise abrangente que não existisse até a presente data, de forma a oferecer uma nova perspectiva de análise da matéria, soluções jurídicas ajustadas ao quadro sócio-económico-financeiro Angolano e a indicação para o desenvolvimento de futuros trabalhos na área.

Nesta ordem de ideias, olhámos para o contexto actual deste segmento financeiro, que se encontra em estado embrionário, e focámo-nos na temática da regulação e supervisão.

Assim, destacar-se-á na nossa abordagem a CMC enquanto entidade estatal encarregada da regulação, supervisão, fiscalização e promoção do mercado de valores mobiliários, numa economia historicamente marcada por diversas mutações, e que hoje procura fontes alternativas de financiamento, dados os seguintes aspectos: a necessidade de recuperação do sector produtivo e de diversificação da economia, a dependência do petróleo, a necessidade de gestão da dívida pública, o problema do mercado paralelo e de um sistema bancário ineficiente, a exposição a crises financeiras e choques cambiais, a falta de transparência das instituições, a ineficiência das políticas do Executivo, o elevado índice de corrupção, a fraca capacidade institucional, o monopólio Estatal, a grande apetência para o empreendedorismo, e os extensos recursos minerais por explorar.

Partiremos deste quadro para identificar como se pode melhorar o ambiente sócio-económico e financeiro através do mercado de valores mobiliários, procurando determinar o papel da CMC enquanto entidade pública encarregue da regulação, supervisão e desenvolvimento deste mercado.

Justificada a intervenção Estatal pelo interesse público e pela imperiosidade de preservação da confiança dos mercados, dado o impacto dos mercados financeiros na saúde da economia no seu todo, pergunta-se: Qual o modelo de administração pública em que se enquadra

a CMC?; Permite actuação independente perante o poder político e os administrados?; Quais os mecanismos de regulação e supervisão com que é munida a CMC?; E estarão estes aptos a transmitir confiança aos investidores?

Procurar-se-á em sede deste trabalho alinhar o quadro económico-financeiro com a estrutura com que se tem vindo a desenvolver o mercado de valores mobiliários Angolano, destacando-se a importância deste segmento do sector financeiro, através de um debate acerca da estrutura, dos poderes e limites face às características económicas-financeiras de Angola, sem prescindir do devido enquadramento histórico das políticas económicas, de modo a apresentarem-se soluções ao nível da regulação, supervisão, fiscalização e promoção do próprio mercado, numa abordagem descritiva, crítica e com propostas de novas soluções a respeito da estrutura sobre a qual se está a construir o mercado de valores mobiliários.

De modo a poder dar resposta satisfatória às questões que norteiam o presente estudo, construiu-se um método de investigação assente em três pilares principais: os elementos teóricos, os dados empíricos e os instrumentos legais.

Isto permitiu-nos estruturar o presente estudo em cinco capítulos, que se encontram divididos em parágrafos, e estes parágrafos em pontos.

Após a presente introdução, segue-se um capítulo que faz o enquadramento histórico do contexto actual do desenvolvimento das políticas económicas e do sistema financeiro. O capítulo II, intitulado “Caracterização económica e desenvolvimento do sistema financeiro Angolano”, tem por objectivo fazer uma radiografia deste mercado, das várias mutações do modelo económico adoptado, e das especificidades com influência directa no desenvolvimento sócio-económico e financeiro de Angola.

Assim, após o enquadramento do capítulo no primeiro ponto, nos pontos subsequentes destaca-se a evolução da política económica e financeira da fase da direcção central à economia de mercado, a fase da II República, marcada pelo conflito armado, a fase do pós-guerra e, por último, a fase da consolidação político-social. Constituíram também objecto deste capítulo os factores que influenciam o quadro macroeconómico, a economia informal, o petróleo e o dólar. No final do capítulo, apresentam-se dados macroeconómicos e uma breve caracterização dos mercados financeiros actuais.

No capítulo III, sob o tema “Objectivos da Regulação do Mercado de valores Mobiliários”, são abordados, no segundo ponto, o princípio da protecção dos investidores e o da

eficiência dos mercados. Modalidades de intervenção, Auto-Regulação, Regulação Baseada em Princípios, e Regulação Baseada em Regras são abordadas nos quatro pontos subsequentes. São ainda analisados a CMC no Sistema Financeiro Angolano, a Integração entre os Diversos Supervisores Nacionais, com o Banco Nacional de Angola (BNA), com a Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG), com o Conselho Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF) e com o poder executivo.

Já no Capítulo IV, sob a epígrafe “Organização Administrativa do Mercado de Valores Mobiliários Angolano”, constituem *iter* de análise as atribuições, a composição orgânica e a natureza jurídica da CMC. Discute-se se a CMC é uma entidade administrativa independente. Distingue-se entre independência formal, Independência de facto. No quinto ponto, consideram-se a *accountability* como Pressuposto de Independência e a *Accountability* da CMC. No sexto ponto, trata-se da Regulação e Supervisão do Mercado, dos poderes de supervisão, da noção e fundamento da actividade de supervisão, da Supervisão Contínua, do Segredo Profissional na Actividade do Supervisor Mobiliário, da Supervisão Prudencial, da Supervisão da Publicidade no Mercado de Valores Mobiliários, da Cooperação Internacional, dos Poderes Sancionatórios, da Legitimidade e fundamento, das Transgressões no mercado de valores mobiliários, dos Processos de Transgressões no Mercado de Valores Mobiliários, do Crime de Abuso de Informação Privilegiada, da Manipulação do Mercado, do Processo dos Crimes de Mercado.

Por último, findo o trajeto em torno da regulação e supervisão dos mercados de valores mobiliários Angolanos, no Capítulo V, faz-se uma análise conclusiva, onde procuramos apresentar as ideias-chave defendidas ao longo deste estudo.

II-CARACTERIZAÇÃO DA ECONOMIA ANGOLANA E DESENVOLVIMENTO DO SECTOR FINANCEIRO

1. Enquadramento

Angola é uma das economias mais importantes da África Sub-sahariana actualmente, o terceiro maior mercado financeiro da Região, com um território de 1276,700 km² e uma população de mais de 24 milhões de habitantes. É favorecida por importantes reservas de recursos minerais, com destaque para o petróleo e os diamantes, mas também avultam o ferro, o cobre, os fosfatos e o ouro, dispondo ainda de enormes extensões de terras aráveis e tendo abundância de chuvas que lhe possibilita, dada a diversidade de climas, o cultivo de grande diversidade de espécies agrícolas.

A seguir à independência política, a economia Angolana deu lugar a uma economia socialista incompleta, comprometedora das liberdades económicas e condicionadora das iniciativas individuais¹, pelo não experimentou o processo normal de transição² de uma economia capitalista colonial para uma economia de mercado num contexto de democracia multipartidária. Enfrentou desafios económicos vários: desmilitarização da vida económica, mudança nos procedimentos e comportamentos económicos, aprendizagem e vivência dos mecanismos de mercado e das regras da concorrência, e a abertura ao mercado internacional.

A carta magna de Angola, ao longo dos seus quarenta anos de existência, conheceu 186 revisões pontuais na constituição económica.³ Estas alterações, associadas a um crescendo de incerteza e instabilidade quanto ao comportamento das variáveis económicas, abriram caminho

¹ ROQUE, Fátima Moura, *Construir o Futuro em Angola: Uma estratégia de desenvolvimento a longo prazo*, 1ª edição, Celta Editora, Lisboa, 1997, p. 9

² ROCHA, Manuel José Alves da, *Por onde Vai a Economia Angolana?*, Luanda: Executive Center e Luanda Antena Comercial, Luanda, 2000, p. 45

³ Com destaque para as alterações de 1976 (Lei nº. 71/76 de 11 de Novembro), 1977 (Lei 13/77 de 7 de Agosto), 1978 (Lei Constitucional revista de 7 de Fevereiro de 1978) - 1979 (Lei no 1/79 de Janeiro), 1980 (Lei Constitucional revista de 23 de Setembro de 1980), 1986 (Lei no 1/86 de 1 de Fevereiro), 1987 (Lei nº 2/87 de 31 de Janeiro), 1991 (Lei nº 12/91 de 6 de Maio), 1992 (Lei nº 23/92 de 16 de Setembro). PAHULA, Ovídio. *A Evolução da Constituição Económica de Angola*, Casa das Idéias, Luanda, 2010, p. 97.

para a descoberta da virtualidade da regulação pelo mercado, primeiro de forma mitigada através das diversas etapas do programa de Saneamento Económico e Financeiro (SEF), de 1987, e mais tarde assumida explicitamente na Lei constitucional de 1992.

Aparece o Estado neste processo como agente importante na coordenação das estratégias de recuperação e na criação de um ambiente propício para as decisões macroeconómicas, num processo intenso de reformas, transformando os seus órgãos em agentes activos do desenvolvimento, utilizando recursos naturais no caso específico do petróleo, para alavanca do processo de desenvolvimento económico⁴.

Este processo, iniciado nos finais da década de oitenta, após a fase de conflito armado, permitiu, com a aprovação de uma nova constituição, um quadro regulamentar ao nível das políticas económicas e financeiras já iniciadas, beneficiando actualmente a economia de uma série de factores positivos e incentivadores do seu crescimento, não apenas através de medidas políticas económicas implementadas no âmbito dos programas do governo, designadamente a execução do Plano Nacional de Desenvolvimento 2013/2017 (PNLD), como também através de factores de natureza externa (comportamento altista da procura e do preço do petróleo no mercado internacional, incremento das relações comerciais com as mais importantes e dinâmicas economias emergentes) e de apoio interno (condensadas na disponibilização pelo sistema bancário e pelo próprio Estado de meios financeiros para financiar o investimento privado).

Aliás, surge neste contexto o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários como um meio viável para promover a alteração deste quadro, na medida que permitirá canalizar poupanças, tanto internas como externas, para a prossecução das metas definidas para o país, para além de tender a permitir um novo ambiente de negócios, tendo em atenção as particularidades desta economia.

Estamos, inegavelmente, perante um importante marco na vida de Angola, o qual proporcionará, não apenas a dinamização e o desenvolvimento do sector financeiro, mas também uma maior credibilidade, transparência, segurança e reputação ao País e às suas instituições, quer a nível nacional, quer a nível regional e internacional, num momento de afirmação de Angola no

⁴ De acordo com: COELHO, Filipe. *Sistema Financeiro e Desenvolvimento Económico, Angola no Contexto Africano*. 2ª edição, Coleção Vega Universidade/ Ciências Sociais e Políticas, Lisboa, 2001, p.160.

continente africano, nomeadamente no seio da SADC (Comunidade para o Desenvolvimento da África Austral) e na cena internacional⁵.

Deste modo, a nossa visão da economia relacionada com o desenvolvimento do sector financeiro, tendo em conta a evolução económica do período pós-colonial até à presente, mas também a das leis ordinárias, permite-nos divisar quatro períodos, conscientes de que a análise da supervisão do mercado de valores mobiliários não pode ser feita apenas com base em procedimentos clássicos⁶, uma vez que o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários é impulsionado pelo desenvolvimento económico⁷. Tivemos por isso em atenção o conjunto de especificidades desta economia (petrodependência, petrodolarização e economia informal), apontadas como variantes condicionadoras do crescimento económico e do desenvolvimento do sistema financeiro, o que nos permitiu traçar um quadro macroeconómico com breve referência ao sistema financeiro actual.

⁵ Destaca-se neste Sentido a eleição de Angola em 2014, a membro não permanente do Conselho de Segurança da ONU.

⁶ É comum na análise jurídica destas matérias o foco em questões tecnicamente jurídicas. Entendemos que para um mercado de valores mobiliários embrionário, a questão da regulação e supervisão deve ser abordada em linha com o quadro macroeconómico. Importa neste sentido referir a entrevista de NICHOLAS STAINES, Representante Residente do FMI em Angola, ao Jornal Economia e Mercado (“Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, Luanda, Junho de 2013) que “as empresas e os investidores necessitam de confiar nas perspectivas de Angola de longo prazo e a estabilidade macroeconómica é fundamental para as perspectivas de crescimento, é igualmente, essencial para as empresas terem oportunidades viáveis, sobretudo se os investidores vão assumir o risco de participar com as suas poupanças. A confiança nas perspectivas económicas de um país é essencial para o investidor privado manter as suas poupanças, ao invés de procurar formas de levá-las para fora do país. As políticas económicas também influenciam a oferta e a procura, influenciam a determinação das oportunidades de crescimento entre os diversos sectores empresariais e o tipo de financiamento necessário, de igual importância é saber se as poupanças do país são geradas pelo Governo, pelos sectores corporativos ou domésticos, na medida em que estes sectores utilizam as suas poupanças de formas quase diferentes”.

⁷ Na verdade, trata-se de uma relação de dependência, se considerarmos que o mercado de valores mobiliários é reflexo da economia real. As altas valorizações das cotações influenciam o comportamento do consumidor e, como o aumento das cotações bolsistas faz aumentar a riqueza dos investidores, as altas valorizações das empresas cotadas em bolsa podem ter influência no comportamento do consumo e nas outras variáveis macroeconómicas e concomitantemente no aumento da taxa de crescimento real do PIB.

2. Evolução da Política Económica e Desenvolvimento do Sistema Financeiro

2.1 Da Direcção Central da Economia à Economia de Mercado (de 1975 a 1992)

Com a independência política no exercício do direito e a autodeterminação em relação à potência colonizadora, a primeira constituição Angolana, aprovada pelo comité central do Movimento Popular de Libertação de Angola (MPLA), aos 10 de Novembro de 1975, afluía o princípio da independência político-económica, erigido pelos pilares jurídicos que afastavam as relações económicas coloniais, neocoloniais e imperialistas, constituindo-se o bem-estar social do povo prioridade absoluta.

Nesta fase, podem distinguir-se dois períodos⁸: o primeiro decorre entre 1975 e 1987, caracterizado pela negação do papel e importância dos mercados e do agente económico privado, pelo dirigismo económico estatal e pela ausência de participação nos principais organismos e instituições económicas internacionais; o segundo período decorre entre 1987 a 1992, tendo começado a pôr em causa a forte intervenção Estatal no domínio económico, e tendo aberto caminho para a redescoberta da economia do mercado, do papel do empresário nacional privado e das vantagens de inserção nas instituições e organismos financeiros internacionais, nomeadamente o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial (BM).

Assim, constata-se, no primeiro período, a afirmação do monopartidarismo, tendo a constituição económica estatutária sido constituída no plano ideológico com base nos princípios da igualdade e justiça⁹, da tributação progressiva dos impostos directos (vertido o princípio do socialismo de rendimentos igualitários como admissível). Tratou-se da adopção de um regime inspirado no socialismo soviético, reflectido igualmente na constituição económica directa.

A introdução de um sistema económico de planeamento central, a expropriação da propriedade (incluindo a nacionalização de empresas produtivas) sem política clara sobre o papel

⁸ Conferir (cfr.): FERREIRA, Manuel Ennes. *Angola: da Política Económica às Relações Económicas com Portugal*, Câmara de Comércio e Indústria Angola Portugal, Lisboa, 1993, pp. 38 e ss.

⁹ Lei Constitucional Angolana de 11 de Novembro de 1975 (artigos 5º, 8º, 9º, 10º, 11º, 12º, 14º, 17º e 18º).

do Estado e a subordinação da tomada de decisões económicas a prioridades militares geraram uma excessiva e pesada centralização da economia, conduzindo à ineficiência e ao alargamento do défice orçamental. As políticas governamentais encorajaram o êxodo de mão de obra especializada, destruíram a classe empresarial angolana emergente, desalojaram a economia de mercado, aceleraram o colapso das instituições sociais, económicas e financeiras, estimularam o desenvolvimento de uma burocracia ineficiente e a proliferação do controlo burocrático, encorajaram a corrupção generalizada nos organismos estatais e para-estatais e estimularam actividades especulativas em detrimento do investimento produtivo¹⁰.

Em torno desta mudança, o sistema financeiro não ficou incólume, tendo sido confiscado o Banco de Angola e o Banco Comercial de Angola, conforme às Leis nº 69/76 e 70/76 de 5 de Novembro, optando-se por um sistema do tipo monobancário. Passou este sector a ser apenas constituído por dois bancos: o Banco Nacional de Angola (BNA), que para além das funções de banco central se assumiu como o principal banco comercial do sistema, e o Banco Popular de Angola, cujas funções se resumiam à captação de depósitos de particulares, assumindo-se como um banco de poupança estatal.

Regista-se no sector dos seguros, a publicação, a 2 de Agosto de 1975, do Despacho nº 68/75, do Ministério do Planeamento e Finanças, que cria a Comissão de Coordenação da Indústria Seguradora em Angola e que estabeleceu a extinção do mercado segurador Angolano as 26 companhias que operavam no período colonial, o que resultou na criação da Empresa Nacional de Seguros de Angola – ENSA, UEE. Instituiu-se, então, o monopólio desta actividade pelo Estado Angolano, pelo Decreto nº 17/78 de 1 de Fevereiro. Alguns meses depois, foram emitidos vários despachos ministeriais que criaram seguros obrigatórios e que obrigavam à sua contratação na ENSA.¹¹

Tal como na maioria dos sistemas financeiros socialistas, as decisões relativas ao volume de alocação do crédito eram tomadas pelo Ministério do Plano e os Bancos (neste caso, o BNA,

¹⁰ ROCHA, 2000.

¹¹ Á título exemplificativo: o Despacho nº 56/78 de 18 de Agosto, do Ministério da Indústria e Energia criou os seguros obrigatórios de Incêndio, Acidentes de trabalho e Responsabilidade Civil; o Despacho nº 32/79 do Ministério do Comércio Interno criou o seguro obrigatório das Mercadorias Transportadas e em Armazém; o Decreto nº 9/89 de 15 de Abril instituiu o seguro obrigatório das actividades de pesquisa e produção de hidrocarbonetos líquidos e gasosos em Angola.

já que o Banco Popular de Angola se limitava à aplicação dos fundos que capitava aos depósitos no banco central) actuavam como meros instrumentos do plano, o que conduziu a um atrofamento das instituições, tanto ao nível da análise de crédito como da gestão bancária em geral, dada a inexistência de supervisão e a arbitrariedade na concessão dos empréstimos. O Estado, como entidade patronal da Banca, recebia créditos de forma indeterminada e arbitrária para financiar os défices orçamentais do Estado e das empresas públicas (1975-1987).¹²

Neste quadro, o congresso do MPLA/PT de 1985 passou a definir como prioridade absoluta as necessidades de defesa do país, passando o sector económico a subordinar-se ao sector militar¹³. Priorizar as relações económicas com o exterior e dinamizar as exportações como factor determinante do equilíbrio da economia nacional aparece como terceiro objectivo, mantendo-se o sector petrolífero como a principal fonte de financiamento e desenvolvimento da economia do país.

Em relação ao comércio externo, as importações eram de origem estatal, repartidas que estavam de acordo com as prioridades definidas ao nível do plano e do orçamento cambial. A maior parte das divisas no mercado cambial provinha das receitas de exportação geradas pela produção petrolífera. As empresas com necessidade de moeda estrangeira para o pagamento de importações tinham que obter uma autorização do respectivo Ministério de tutela, Ministério do Comércio Externo e do Banco Nacional de Angola, tornando-se os referidos organismos muito vulneráveis à influência política de interesses particulares.

Eram visíveis as grandes diferenças entre o preço dos bens importados a taxa de câmbio oficial e o dos que só podiam ser adquiridos por via do mercado paralelo, desencadeando este facto a transacção de bens entre os dois mercados. O comércio interno, os preços de bens e serviços no mercado oficial eram controlados pelo governo, existindo um regime de preço fixos na maior parte dos bens essenciais e serviços.

Neste período, verifica-se uma intensa viragem no quadro político-económico do Estado Angolano, cuja génese se deveu à queda brusca do preço do petróleo em 1986, de 27 para 13 dólares/barril, à queda do bloco socialista, bem como à transformação do Estado protector, de bem-estar, ou Estado-providência, em estado social democrático, às profundas crises económica, política, monetária, cambial e fiscal, ao grande índice da inflacção, ao fraco crescimento do

¹² ROQUE, 1997, pp. 62-63.

¹³ De acordo com MPLA/PT (1985), Ferreira, 1993, p. 38.

Produto Interno Bruto (PIB), à degradação do poder de compra, dos salários da função pública e da população, às grandes e profundas assimetrias económico-sociais entre a capital, as províncias, os municípios, as comunas e as povoações, ao grande êxodo das populações das cidades e áreas urbanas, como consequência da guerra, para além do peso crescente da dívida externa e da concentração dos encargos do serviço da dívida.

Este quadro conduziu à adopção em 1987 do SEF¹⁴, que incluía dentro de uma constituição económica formal inalterada importantes alterações na constituição económica material. Prevista a sua aplicação para quatro anos¹⁵, os objectivos centrais eram os de corrigir os desequilíbrios financeiros internos e externos, reestruturar o sistema económico e relançar a economia. Estes programas não foram, no entanto, executados.

O processo de transição para uma economia de mercado, que começou a ser esboçado pelo Saneamento Económico Financeiro (SEF), só teve reflexos mais concretos ao nível do sector financeiro com um conjunto de reformas estruturais e institucionais lançadas pelo governo em 1991, com o lançamento nesse mesmo ano das bases para uma reforma institucional do sistema financeiro, através da publicação da legislação base de enquadramento, Lei das instituições financeiras¹⁶, Lei Orgânica do Banco Nacional de Angola.¹⁷

Estavam assim dados os passos para a transição de um sistema monobancário baseado na execução do plano para um sistema bancário de dois níveis, com o Banco Central e os Bancos

¹⁴ As reformas propostas neste programa incluíam um ajustamento limitado da taxa de câmbio, a redução do défice orçamental e correspondente diminuição do financiamento inflacionário, um programa para a reestruturação das empresas públicas através de privatizações e liquidação, uma reforma do sector financeiro através do incentivo ao estabelecimento de bancos comerciais e a garantia de maior estabilidade ao crédito para o sector privado, para além da limitação do controlo dos preços em bens essenciais. ROQUE, 1997, pp. 25 e 26.

¹⁵ O SEF previa uma fase inicial de dois anos de recuperação financeira e preparação para a liberalização, através do Plano de Recuperação Económica, 1989-1990, seguida de uma segunda fase que permitiria a liberalização, sujeita a diversas condições do Programa de Acção governamental.

¹⁶ Lei nº 5/91, que revogou as Leis nº4/78, de 25 de Fevereiro, nº2/ 80, de 12 de Fevereiro, e nº 21/88, de 31 de Dezembro, a alínea b) do artigo nº16 e o Decreto Lei nº30689, de 27 de Agosto de 1940.

¹⁷ A Lei nº4/91 atribui ao BNA as funções exclusivas de emissão monetária e de actuação como único banqueiro do Estado, bem como as funções de controlo e implementação de políticas de mercados monetários cambiais, de gestão e de disponibilidade externa do país, de garantia e estabilidade do sistema financeiro nacional e de intermediação das relações monetária internacionais do Estado.

comerciais, que se pretendia adequado ao funcionamento no seio de uma economia de mercado. Através do decreto 47/91, passou o Banco Popular de Angola a designar-se Banco de Poupança e Crédito (BPC), estando autorizado a realizar todas as operações de um banco comercial, e foram criados o Banco de Comércio e Indústria BCI (Decreto 8-A /91) e a Caixa de Crédito Agro Pecuária e Pesca CAP (Decreto 8-B/91), ambos a 16 de Março, cujo objectivo central era promover o desenvolvimento da agricultura, da indústria florestal, da pesca, da pecuária e da indústria do café, em Angola, através da concessão de crédito aos pequenos agentes económicos destes sectores, especialmente a camponeses e pequenos fazendeiros, datando o início das suas actividades a 29 de Maio e 11 de Julho de 1991, respectivamente.

Com a reforma estrutural da economia, o Governo decidiu exonerar-se do controlo directo dos seguros, através da Lei nº 10/88, de 2 de Julho, Lei das Actividades Económicas, Lei nº13/94, de 2 de Setembro, e Lei de Limitações de Sectores da actividade Económica, que revogou a primeira.

A aplicação das medidas políticas traçadas veio a sofrer atrasos e foi objecto de redefinição, fruto de alterações importantes ocorridas neste período, por um lado, uma crescente pressão por parte do FMI e BM para a aplicação mais rápida e decidida das medidas que se impunham, por outro, a criação de um novo quadro político decorrente dos acordos de paz de Bicesse (Maio de 1991), que conduziram o país à realização das primeiras eleições gerais em Setembro de 1992.

Neste período, o PIB, na medida em que os desequilíbrios económicos internos e externos se foram agravando e o aparelho produtivo nacional foi sendo afectado (o crescimento da indústria e agricultura passou a assentar basicamente na indústria petrolífera). Em 1982, a indústria petrolífera era responsável por cerca de 22% do PIB, valor que foi aumentando sucessivamente, atingindo, em 1987, 58.2%. Ao invés, a agricultura, que contribuía para 24.2% do PIB, em 1982, viu a sua parte diminuir para os 20.3%, em 1985, para os 12.6%, em 1987, e para apenas 10.3%, em 1991. Estes valores mostram de forma clara os efeitos da situação militar no interior do país, a qual tornou impraticável a actividade agrícola¹⁸.

Como resultado das acentuadas quebras de produção internas, industrial e agrícola, Angola procurou satisfazer a procura interna (consumo das famílias e procura por parte das

¹⁸ FERREIRA, 1993, pp. 38 e ss.

empresas), recorrendo de forma crescente às importações. Dada a dificuldade em arranjar financiamento para a totalidade das suas necessidades de importação, a oferta global acabou por ser inferior à procura. Este desequilíbrio por si só gerou tensões inflacionistas, agravadas pelas distorções económicas internas que entretanto se foram agudizando e que a política económica não foi capaz de resolver¹⁹.

Eram evidentes, neste período, profundos desequilíbrios económicos globais: endividamento externo e obrigações de serviços de dívida, graves desequilíbrios entre a oferta e a procura, agravados pela distorção dos circuitos nacionais de distribuição, pela distorção de preços e pela existência de mercado paralelo, por défices orçamentais crónicos, apesar da incapacidade governamental para fornecer os serviços essenciais, pelo montante global excessivo de liquidez monetária, pela sobrevalorização da moeda e pelo sistema bancário ineficiente, pela produtividade agrícola e industrial excepcionalmente baixa, traduzindo-se na produção do sector não petrolífero, pela excessiva dependência de importações e pela quase total concentração no sector petrolífero em matéria de exportações e de geração de receitas governamentais.

2.2 A Fase da II República (de 1992 a 2002)

Com a abertura ao pluralismo político-social, através da Lei Constitucional nº 23/92 de 16 de Setembro e das alterações já introduzidas pela Lei nº 12/91, foram criadas as premissas constitucionais necessárias à implantação da democracia pluripartidária, ao reconhecimento das garantias, direitos e liberdades fundamentais dos cidadãos, assim como à consagração constitucional dos princípios basilares da economia do mercado.²⁰

A transição para uma democracia multipartidária e a constituição de uma clara consciência nacional, apresentaram vários problemas até à aprendizagem dos mecanismos do mercado, como as regras da concorrência e a alteração da natureza das relações de produção.

O processo de transição para uma economia de mercado foi assumido numa agitação política trazida pelo processo eleitoral. O Estado é o maior proprietário, é o único exportador (e consequentemente o único agente que gera divisas), um grande importador, o maior empregador

¹⁹ *Idem.*

²⁰ Artigos 2º, 3º, 6º, 7º, 9º, 10º, 11º, 12º, 13º, 14º e ss. da Lei Constitucional de 1992.

da economia, o maior consumidor de recursos, o maior devedor e o maior investidor (sobretudo por via das suas concessionárias nos domínios do petróleo e dos diamantes). Pouco restava para a iniciativa privada. O empresariado nacional esperava um comportamento paternalista e providencial da parte do Estado, atribuindo-lhe a responsabilidade de criar todas as condições para o exercício das actividades económicas, em consequência do sistema capitalista colonial que impediu o desenvolvimento natural das forças produtivas nacionais e, por outro lado, do socialismo administrativo e burocrático do pós-independência, que não consentiu o aparecimento e a afirmação de uma classe de empresários nacionais, baseada na propriedade privada dos meios de produção²¹.

No sector financeiro, o processo foi contínuo, com o BNA a emitir uma nova regulamentação bancária, que permitiu, entre outros, a introdução de bancos estrangeiros no sistema financeiro Angolano, tornando-o mais competitivo e dar origem ao estabelecimento de três sucursais de bancos portugueses, nomeadamente o Banco Totta & Açores (29 de Abril de 1993), o Banco Fomento Exterior (9 de Julho 1993), o Banco Português do Atlântico (14 de Maio de 1994) e o Banco Africano do Investimento (3 de Outubro de 1997)²².

A separação das funções de banco central/emissor e de banco comercial, exercidas pelo BNA, não foi automática, pois obedeceu a um processo lento, tendo o mesmo sido iniciado em Setembro de 1991 e concluído apenas em 1997. Isto deveu-se à persistência da presença do BNA em operações associadas às sessões de *fixing* e à concessão de crédito mormente a empresas estatais, à margem de compromissos de reembolso, causando deste modo o estrangulamento do controlo dos níveis da massa monetária na economia e, por isso, o aumento da pressão inflacionária e ainda prejuízos ao banco central.

Em 1997, no âmbito da reestruturação do sistema bancário, foram aprovadas pela Assembleia Nacional a Lei nº 5/97, de 11 de Julho (Lei Cambial), e a Lei nº 6/97, de 11 de Julho (Lei Orgânica do Banco Nacional de Angola), que revogou a Lei nº 4/91. Em 1999, entrou em vigor a nova Lei das Instituições Financeiras, Lei nº 1/99, de 23 de Abril (que revoga a Lei nº

²¹ ROCHA, 2000, pp. 45 e ss.

²² Surgem em consequência dos acordos assinados, em Fevereiro de 1992, entre o BNA e o Banco de Portugal, nos quais era dada autorização a três bancos portugueses para abrirem sucursais em Angola.

5/97), que passou a regular a actividade das instituições financeiras e que atribuiu maiores poderes ao Banco Central.²³

No sector dos seguros, com a Lei das Actividades Económicas, Lei nº 13/94, de 2 de Setembro, foi elaborado um programa para adequação deste sector e, a partir de 1998, começaram a ser aprovados os diplomas legais que conduziram à abertura no mercado da actividade seguradora e também dos fundos de pensões. Foi assim criado o Instituto de Supervisão de Seguros, através do Decreto-Lei nº 4/98, de 30 de Janeiro, a actividades de seguro e resseguro como actividades financeiras foram descentralizada, com a aprovação da Lei nº 1/2000, de 3 de Fevereiro, Lei Geral da actividade Seguradora, que define as bases de concorrência e crescimento do sector segurador Angolano. A Empresa Nacional de Seguros de Angola passou a partilhar o mercado com a Seguradora Angola Agora e Amanhã, constituída maioritariamente por capitais públicos.²⁴

Neste período, constata-se a queda acentuada do PIB, no ano de 1993, para 75,3%, retomando-se o crescimento, em 1994, a 77,2%, sem contudo se atingir, até 1996, 96.2%, nível de 1992. Em 1997 e 1998, resultado da relativa estabilidade política, notou-se uma ligeira alteração da estrutura do PIB, que representa a diminuição da participação do sector petrolífero em consequência do aumento das participações dos restantes sectores da economia.²⁵

2.3 A Fase do Pós-Guerra (de 2002 a 2010)

Sucedeu a fase do multipartidarismo, da economia centralizada com o mercado virado para a reconstrução de infraestruturas físicas no pós-guerra, no seguimento dos Acordos de Paz em 4 de Abril de 2002. O governo, numa tentativa de incentivar a recuperação do sector não petrolífero da economia, priorizou as questões de estabilização macroeconómica e reabilitação das infraestruturas básicas. Com a lei constitucional, assente num sistema económico de coexistência de diversos tipos de propriedade, pública, privada, mista, cooperativa e familiar, gozando todos de igual protecção, conforme dispunha o artigo 10º, definindo o conjunto de

²³ COELHO, 2001.

²⁴ *Idem.*

²⁵ *Idem.*

entidades que exercem as actividades económicas no âmbito do sector público (Lei 5/2000, de 16 de abril, Lei da Delimitação do Sector da actividade Económica).

Nesta senda, o BNA, como banco central, juntamente com o Ministério das Finanças (Minf.), adoptou uma política restritiva, com vista à contenção da deterioração do quadro macroeconómico, reflectida no segundo pacote de medidas prudenciais aprovado em Fevereiro de 2002, com reforço dos instrumentos de esterilização e outros mecanismos de controlo de liquidez e com estímulo dos mercados monetário e cambial.

Com a aprovação da Lei nº 1/04, de 13 de Fevereiro, Lei das Sociedades Comerciais, em 2004, para além da emissão de normas emanadas do Banco Central, para reforçar a liberalização cambial introduzida em 1999, assegurou-se a estabilidade do mercado cambial e uma maior acumulação de reservas externas. Em 2005, destaca-se a publicação da Lei nº 5/05, de 9 de Julho, a Lei do Sistema de Pagamentos de Angola, em conjunto com diplomas regulamentares publicados pelo BNA para implementação do Sistema de Pagamentos em Tempo Real, que tornou possível o serviço de transferências de fundos em tempo real.

No ano de 2005, após um processo de modernização das finanças públicas, assinala-se o primeiro passo com vista à institucionalização do mercado de valores mobiliários Angolano: é criada, pelo Decreto nº 9/05 do Conselho de Ministros, publicada a 18 de Março de 2005 no Diário da República (DR), a CMC, uma entidade pública com atribuições de supervisão dos mercados de capitais, regendo-se pela Lei dos Valores Mobiliários (Lei nº 12/05, de 23 de Setembro), pela Lei nº 13/05, de 30 de Setembro, Lei das Instituições Financeiras (Linf.), Estatuto Orgânico da Comissão de Mercados de Capitais (EO). Há referir ainda o decreto executivo das taxas devidas pelas sociedades abertas e pelos demais operadores do mercado de capitais à CMC (Decreto Executivo nº 209/08, de 26 de Setembro), resultado de um percurso que teve início em 1998, com a realização dos primeiros estudos sobre a instituição de uma bolsa de valores de Angola.

Eram assim definidas, através da Lei nº 12/05, de 23 de Setembro, as necessidades de introdução, regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, constituindo-se como objectivos por parte das políticas do governo dar alternativa ao modelo de financiamento tradicional, facilitar aos agentes que intervêm na economia nacional os elementos catalisadores de uma maior dinâmica no processo de poupança e investimento no país, fomentar o investimento privado, projetando-se como vertente principal a criação de uma bolsa de valores, e criar um

mercado de balcão organizado através de um processo de reformulação do enquadramento jurídico desta área do direito²⁶.

Registava-se no sector dos seguros, até ao ano de 2010, um total de 10 Companhias de Seguros e 5 Sociedades Gestoras de Fundos de Pensões²⁷. Ao passo que, neste mesmo ano, no sistema bancário, se contabilizavam 19 bancos em actividade, disseminados em toda a extensão territorial do país, num total de 511 balcões²⁸.

No período económico afectado pela crise financeira internacional de 2008/2009, durante o ano 2010, retomou-se uma trajectória de crescimento. O programa do governo implementado entre 2009 e 2012 visou aliviar a pressão de liquidez, restabelecer a confiança no mercado, restaurar a posição macroeconómica anterior à crise e realizar reformas estruturais importantes. Regista-se neste período o crescimento do PIB: Angola chegou a apresentar uma taxa média anual de crescimento, de 2005 a 2008, superior a 17%, a qual foi quebrada pela crise financeira, que levou a uma quebra na produção petrolífera. No seguimento da crise no final de 2009, o país foi submetido a um programa de ajustamento definido entre o FMI e o Governo, que viria a ser bem-sucedido, dada a recuperação do preço do petróleo e a produção nos blocos de exploração aumentar. Neste período, a taxa média de crescimento anual do PIB passou de 2,4%, em 2009, para 3,9%, em 2011²⁹.

2.4 A fase da consolidação política (de 2010 até ao presente)

Nesta fase, com a adopção de uma constituição completa e definitiva, em 5 de Fevereiro de 2010, é reafirmado formalmente um regime de economia de mercado, ainda que com uma forte intervenção do Estado na economia, pese o teor do artigo 89º da Constituição da República de Angola (CRA), que não deixa de se comprometer com a justiça social (art. 1º, 76º e ss., 89º,

²⁶ Lê-se no preâmbulo do referido diploma.

²⁷ PWC E ARSG, *Desafios e oportunidades: Estudos sobre o sector segurador e do Fundo de Pensões em Angola*, Abril de 2015. Disponível em: <http://arseg.ao> (09/11/2016)

²⁸ *Relatório de Estabilidade Financeira do BNA 2012*. Disponível em: <http://www.bna.ao> (09/11/2016)

²⁹ Universidade Católica de Angola, *Relatório Económico de Angola*, Textos Editora, 2012

n.1, e 90°)³⁰, longe de corresponder a um capitalismo puro, uma vez que se adoptam matrizes sociais, justificando a intervenção económica do Estado, pelo que pode ser qualificado como um sistema de economia social de mercado³¹.

Neste ano, acções de carácter organizativo e prudencial foram desenvolvidas pelo BNA, visando melhorar o funcionamento do Sistema Financeiro para enfrentar as novas exigências que a economia do país apresentava, tendo havido a preocupação de os adequar aos padrões internacionais. É aprovada a nova Lei do BNA, que procurou conformar a acção do Banco Central à CRA, e adoptado um programa de desenvolvimento estratégico em que se realça o reforço da capacidade institucional do BNA face aos desafios de preservação do valor da moeda e de estabilidade do sistema financeiro, que fundamentam a acção e propósito do BNA. Foi desencadeado, por isso mesmo, um vasto e profundo programa de reestruturação da orgânica do BNA, com ênfase para as funções de gestão do risco financeiro e operacional.

Até Dezembro de 2013, permaneciam no sistema financeiro bancário vinte e duas instituições em funcionamento, das vinte e oito autorizadas a funcionar em Angola, um acréscimo de cinco comparativamente ao ano anterior, das quais quatro eram bancos públicos, doze bancos privados nacionais e sete filiais de bancos estrangeiros. Em termos de instituições financeiras não bancárias, existiam sessenta casas de câmbios, duas sociedades de micro crédito e uma sociedade prestadora de serviços de pagamentos, num registo de dez companhias de seguros e cinco sociedades de fundos de pensões³².

De acordo com o relatório de estabilidade financeira do BNA, de 2012, a presença de bancos de matriz estrangeira ao lado de bancos de matriz nacional tem contribuído para o crescimento da economia nacional. Os bancos privados nacionais apresentam maior volume de activos, depósitos e resultados, enquanto os bancos privados estrangeiros detêm activos de melhor qualidade, ou seja, maior volume de créditos concedidos e menores taxas de

³⁰ ALEXANDRINO, Jose Melo, *O Novo Constitucionalismo Angolano*, ICJP-FDUL: Lisboa Novembro de 2013, p. 13. http://www.icjp.pt/sites/default/files/publicacoes/files/ebook_constitucionalismoangolano_2013.pdf (09/11/2016)

³¹ GOUVEIA, Jorge Bacelar, *Direito Constitucional de Angola*, IDILP-Instituto de Direito de Língua Portuguesa, Lisboa, Março, 2014, p. 379. Sobre a mesma caracterização, TEXEIRA, Carlos, *A intervenção do Estado na economia*, p 34 e ss., define-a como economia social de mercado ou economia mista.

³² BNA, 2012.

incumprimentos. Neste cenário, os bancos públicos são os menos eficientes, ao apresentarem maiores taxas de incumprimentos e resultados mais reduzidos comparativamente aos bancos privados nacionais e filiais de bancos estrangeiros.

O rácio de liquidez do sistema bancário medido pela relação entre os activos líquidos e os passivos exigíveis a curto prazo teve um aumento, em comparação com Dezembro de 2012, de 3 pontos percentuais, atingindo 37% em Dezembro de 2013. O rácio da solvabilidade regulamentar de Dezembro 2013 manteve-se próximo de 20%, tendo subido 1,2 pontos percentuais face ao ano anterior (o limite mínimo regulamentar é de 10%).³³

No sector dos seguros, com vista a dar uma resposta mais exequível aos desafios do sector, o Instituto de Supervisão de Seguros é transformado na Agencia Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG), criada pelo Decreto Presidencial nº 141/13, de 27 de Setembro, dotado de um Conselho de Administração sob superintendência do titular do poder Executivo e tutela do Ministério das Finanças. Até ao ano de 2013, este sector contava com 17 seguradoras que exploram todos os ramos vida e não vida, com cerca de 93 agências em todo o território nacional. Foram aprovados os seguros obrigatórios de Acidentes de Trabalho pelo Decreto nº 53/05, de 15 de Agosto, e o Seguro de Responsabilidade Civil Automóvel pelo Decreto nº 35/09, de 11 de Agosto, seguro obrigatório de responsabilidade civil de aviação, transportes aéreos, infraestruturas aeronáuticas e serviços auxiliares, pelo Decreto nº 09/09, de 3 de Junho³⁴.

Por sua vez, no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários, é publicado, no ano de 2013, o primeiro pacote legislativo,³⁵ Guia de Boas Práticas de Governação Corporativa, e são definidos os exactos termos da constituição da Bolsa de Valores e Derivados de Angola (BODIVA), através do DP nº4/13 de 9 de Outubro, autorização, já no decurso de 2014, com a

³³ Universidade Católica de Angola, *Relatório Económico de Angola 2013*, Textos Editores, Luanda, Junho de 2014, 1ª edição, pp. 80 e ss.

³⁴ ARSG, PWC, 2013, p 13

³⁵ DP nº 4/13, de 9 de Outubro, que introduz na esfera dos mercados regulamentados o mercado de dívida pública titulada (mercado secundário), que não estava previsto na Lei de Valores Mobiliários; o Decreto Legislativo Presidencial nº 5/13, de 9 de Outubro (Regime Jurídico das Sociedades correctoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários); Decreto Legislativo Presidencial nº 6/13, de 10 de Outubro (Regime Jurídico das Sociedades Gestoras de Mercados Regulamentados e de Serviços Financeiros sobre Valores Mobiliários); Decreto Legislativo Presidencial nº 7/13, de 11 de Outubro (Regime Jurídico dos Organismos de Investimento colectivo).

tomada de posse dos órgãos sociais da BODIVA e a operacionalização da respectiva plataforma tecnológica de suporte à negociação.

Neste mesmo ano, ocorreu a admissão da CMC como membro associado da Organização Internacional de Reguladores de Valores Mobiliários (IOSCO/OICV)³⁶. Também no mesmo ano, foi inaugurado, a 19 de Dezembro, o Mercado da dívida pública. O funcionamento do mercado regulamentado da dívida pública cumula-se com a realização de operações de emissão de dívida e com o funcionamento de alguns fundos de investimento imobiliários.

Apesar de atravessar um período de crescimento relativamente lento, o PIB de Angola voltou a crescer de forma mais acentuada em 2012 e 2013, com taxas de 5,2% e 4,1%, respectivamente. A economia do segundo maior produtor de petróleo de África cresceu, em 2013, abaixo do esperado, uma vez que se estimava um crescimento de 7,1%³⁷.

3. Influências

3.1 Economia Informal

Uma das características marcantes da economia angolana é a predominância do sector informal. Angola possui uma das maiores economias informais do mundo em desenvolvimento. Schneider (2005) estima que a participação da informalidade no PIB oficial do país é de aproximadamente 45, 2%.³⁸ O sector informal é um fenómeno que se desenvolve nos mais

³⁶ A IOSCO/OICV, criada em 1983 a partir de uma associação interamericana fundada em 1978, constitui o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários, congregando 127 membros, agrupados em membros ordinários, associados e afiliados. A CMC encontra-se no processo de transição para membro ordinário.

³⁷ UCA, 2014.

³⁸ Cfr. UNTAD, Conferência das Nações Unidas sobre o Comércio e Desenvolvimento, *Quem se beneficia com a liberalização do Comércio em Angola?: Uma perspectiva do género*. Disponível em: http://unctad.org/en/PublicationChapters/ditc2013d3_pr.pdf (09/11/2016)

diversos sectores de actividade económica, o que nos permite segmentar a abordagem em duas áreas, nomeadamente o sector informal real e sector financeiro informal.³⁹

O sector informal real,⁴⁰ composto por diversos agentes económicos que actuam ao nível da economia real: produção de bens e prestação de serviços não financeiros, produção rural de subsistência e actividades rurais informais não agrícolas; mercado paralelo predominantemente urbano, sendo de maior abrangência o comércio retalhista (venda ambulante e venda em mercados/feiras), o emprego, a construção e os transportes.

A elevada expressão do mercado informal resulta do facto de grande parte da população apresentar uma elevada sensibilidade ao preço, pelo que recorre ao mercado paralelo, no qual os preços são em regra inferiores, resultado de uma estrutura de custos mais flexível e da menor incidência fiscal, mas também pela venda em quantidades reduzidas. Outras explicações são o facto de existir uma insuficiente dispersão geográfica dos estabelecimentos comerciais formais pelo território⁴¹, e as altas taxas de desemprego.

O sector financeiro informal é definido como o conjunto de agentes económicos que desenvolvem actividades financeiras de captação de poupanças e de concessão de créditos fora das instituições financeiras formais e da regulamentação das autoridades. É constituído por dois tipos de entidades captadoras de depósitos: os agentes individuais e as organizações colectivas,

³⁹ Conforme: QUEIROZ, Francisco Manuel Monteiro de, *“O sector informal da economia em Angola: contributos para a sua compreensão e enquadramento jurídico-económico”*, Dissertação de Mestrado. FDUL:1996, p. 108.

⁴⁰ *Idem*: “Surge em consequência do ritmo acelerado da urbanização, estimulada sobretudo pelo deslocamento de populações rurais que fugiam das suas zonas devido o conflito armado em direcção as principais cidades; além da regulamentação de preços durante o período de economia planificada, encorajou a população a operar na informalidade de modo a complementar a sua renda”.

⁴¹ Observa-se, actualmente, o aparecimento de grossistas e retalhistas organizados no mercado, assim como o desenvolvimento de grandes superfícies comerciais. Concretização do Programa PRESILD; a implementação do Novo Sistema de Licenciamento da actividade Comercial, que visa simplificar, desburocratizar e uniformizar os procedimentos e mecanismos de acesso à actividade; programa educativo, com o objectivo de divulgar a política, estratégia e a legislação comercial, informação e formação do agente económico, comerciantes e público em geral; a criação de mercados abastecedores nas principais entradas das zonas urbanas e mercados de consumo e a promoção do comércio rural em todo o território através de incentivos fiscais e financeiros. IFE, Empreender Diversificar e Competir, Observatório da competitividade Empresarial Angolana Económico. Disponível em: <http://www.ife.gov.ao/>

tendo como principais clientes comerciantes de grandes mercados urbanos ou outros micro-negociantes que optam por esta via de financiamento para repor o *stock* de mercadorias ou ampliar a sua actividade. Apresenta como fragilidades a estreita base de capital e a incapacidade de operações em prazos mais longos, não conseguindo suprir as necessidades das pequenas empresas e mesmo do micro-negócio, especialmente quando este começa a querer expandir a escala das suas actividades.

Este sector desenvolve-se sobretudo devido aos constrangimentos do sector formal,⁴² uma vez que aparece num formato de acesso a crédito flexível, capaz de estabelecer contratos ajustados às necessidades, à dimensão e aos gostos individuais de uma vasta gama de mutuantes e mutuários, com dois tipos de entidades captadoras de depósitos: os agentes individuais e as organizações colectivas.

Apesar da carência e desactualização de dados sobre o tamanho da economia informal, as informações disponíveis demonstram a relevância sócio-económica das actividades informais como principal meio de subsistência para uma considerável parcela da população angolana, garantindo 50% do mercado de retalho de alimentos em Luanda, garante mais de 70% do sistema de transporte colectivo.⁴³

Uma pesquisa realizada em Angola, no contexto do Global *Entrepreneurship Monitoring Project* (GEM,2010), reconheceu que o país possui uma das taxas mais elevadas de actividade empreendedora total (TEA na sigla em inglês) do mundo. A taxa TEA mede a proporção de adultos (de 18 a 64 anos de idade) ligados à criação de uma empresa, ou proprietários ou gerentes de uma companhia nova, em operação há três anos ou há três anos e meio. A TEA em Angola equivale a 32 %, o que significa que esta é a percentagem da população total de adultos envolvida nesse tipo de negócio. A taxa aumentou 9 pontos percentuais entre 2008 e 2010, o que parece indicar que o empreendedorismo constitui uma alternativa para boa parte da população adulta. A

⁴² Se olharmos para a evolução da actividade de crédito bancário, verifica-se o crescimento a uma taxa de 42% por ano, desde 2006, tendo atingido os 2,4 biliões de kwanzas em 2012, face a 0,3 biliões em 2006. Apesar do aumento notável em volume, o crédito na economia estagnou a partir de 2009 com o raio de crédito/PIB a oscilar entre os 20% e os 21%, após o período de crescimento médio de 37% por ano. Fonte: BNA.

⁴³ Seminário Internacional Sobre Micro Finanças, *Sector informal da economia, quadro actual e perspectiva para sua formalização*, Realizado nos dias 18 e 19 de Outubro de 2011 em Luanda.

maioria das actividades está dirigida para o mercado interno e são poucos os empresários emergentes que possuem clientes no exterior.⁴⁴

Entretanto, apesar da apetência para o empreendedorismo, dados do Instituto Nacional de Estatística (INEA) revelam que, até ao final do ano de 2012, foram inseridas no Ficheiro de Unidades Estatísticas empresariais apenas 75,733 empresas, o que evidencia o recurso ao sector informal para desenvolver a actividade.

O tecido empresarial angolano é constituído por um número elevado de empresas de dimensão reduzida⁴⁵. Dados do Ministério de Economia assinalam que cerca de 70% das empresas privadas existentes têm até 9 trabalhadores e que 64% facturam anualmente menos de 1 milhão de kwanzas e que as empresas privadas com mais de 20 trabalhadores representam 14% das empresas e que 5% factura anualmente valores superiores 100 milhões de kwanzas.

No âmbito do fomento empresarial nacional, verifica-se, nas políticas do governo, a implementação de programas de desenvolvimento das Micro, Pequena e Medias Empresas (MPME), estabelecendo condições para que a banca conceda recursos com taxas bonificadas e fundos de garantias para empréstimos bancários. É o caso do Programa Angola Investe (2013) e de diversas modalidades de micro crédito praticadas pela banca nacional, existindo neste contexto vários programas públicos e projectos de micro crédito, envolvendo ministérios, bancos (públicos e privados) e ONG's.

O acolhimento do micro crédito⁴⁶ pelo sistema bancário Angolano surge tardiamente em relação à prática de financiamento criada no mercado informal, sem qualquer preocupação com as características dos principais visados, alguns deles excluídos do sector bancário, Os programas de crédito impulsionados pelo Governo aparecem fragilizados muito pela falta de acompanhamento dos seus beneficiários.

⁴⁴ UNTAD, 2013.

⁴⁵ De acordo com a sua forma jurídica, representam as sociedades anónimas 2,8%, as empresas públicas 0,1%, as associações cooperativas 0,5%, as sociedades por quotas 44,6% e as empresas em nome individual 52,1%. Fonte: INE (Anuário 2015).

⁴⁶ Surgiu no séc. XIX e foi reformulado no actual modelo em 1970 pelo professor Muhammad Yunus. No âmbito nacional foi lançado pela primeira vez em 1999 sob coordenação do Ministério da Família e Promoção da Mulher e do BNA, numa primeira fase destinou-se as famílias vitimas de guerra e muito especialmente as mulheres camponesas no intuito de retirar-lhes de situação de extrema pobreza e garantir-lhes o seu auto-sustento.

Estudos feitos pelo BNA sobre a função do crédito na economia apontam o acesso limitado ao sistema bancário e o baixo nível de educação financeira da população como razões fundamentais para a não utilização de produtos de crédito, e, no tocante à oferta, a incapacidade e falta de motivação dos bancos para concederem crédito, a falta de adequação à procura e as limitações na informação disponível, que não permitem fundamentar as decisões de concessão com uma correcta avaliação do risco como condicionadores desta actividade.

Porém, resolver a questão de taxas administrativas, incluindo impostos, custos burocráticos, subornos ou corrupção, promovendo uma estrutura bancária de proximidade, incentivadora do desenvolvimento empresarial, pode ser um começo para a diminuição das informalidades na economia Angolana e o conseqüente o desenvolvimento do sector empresarial⁴⁷.

Neste contexto, o mercado de valores mobiliários afigura-se como canal para financiar o desenvolvimento da economia, colocando à disposição dos empreendedores soluções de financiamento ajustadas aos instrumentos financeiros inesperados de cada um dos projectos. O desenvolvimento de *startups*, dada a elevada taxa de empreendedorismo, é também de incentivar. O mercado de capitais pode servir também como mecanismo impulsionador da transparência no seio do empresariado nacional, dadas as exigências feitas às empresas cotadas de boas práticas de governação, principalmente no que tange às instituições bancárias apontadas como financiadoras do sector financeiro informal e não só.

3.2 A Petrodependência

Atendendo às características da economia Angolana, o petróleo enquanto sector estratégico desta economia, é uma variável que influencia tanto o crescimento económico como o desenvolvimento financeiro, dado que representa só por si 90% das receitas de exportações do Estado Angolano e mais de 57% da riqueza nacional.

⁴⁷ ROCHA, Manuel José Alves da, *Opiniões e reflexões, Coletânea de artigos, conferências e palestras sobre Angola, África e o Mundo*, Luanda, Fevereiro de 2004. Disponível em: <http://www.ceic-ucan.org/wp-content/uploads/2014/04/Opini%C3%B5es-e-reflex%C3%B5es-colect%C3%A2nea-deartigosconfer%C3%A2ncias-e-palestras-sobre-Angola-%C3%81frica-e-o-Mundo.pdf> (09/11/2016)

O seu elevado rendimento contagia não só as actividades económicas fora do sector petrolífero, em especial o da construção de infraestruturas e da manufactura⁴⁸, como também estimula o desenvolvimento do sector financeiro. O período compreendido entre 2002 e 2008 foi o das mais elevadas taxas reais de crescimento do PIB no país, apresentando o preço do petróleo um comportamento sempre ascendente, tendo atingido, em 2008, o valor de 137 dólares por barril.

Trata-se da única fonte de receitas de exploração, tal como a história nos mostra com a chamada doença da vaca holandesa (denominação criada pelo jornal *The Economist*, em 1977, para referir-se ao fenómeno ocorrido na Holanda na década de 1960, quando a descoberta de grandes depósitos de gás natural teve impactos distintos sobre a economia local)⁴⁹, o que torna o Estado Angolano e os seus objectivos muito vulneráveis às variações do preço no mercado internacional. Sofrendo uma variação em sentido negativo, a economia entra automaticamente em crise. Foi o que aconteceu em 2009 e recentemente com a crise petrolífera instalada desde Junho de 2014,⁵⁰ que levou à adopção pelo Governo de um conjunto de medidas nos domínios fiscal, monetário, da comercialização externa e do sector real da economia, com destaque para a revisão do OGE de 2015, o qual sofreu uma redução das despesas públicas em cerca de 33% em relação à prevista.

A crise petrolífera, iniciada em Junho de 2014, influenciou decisivamente todos os indicadores económicos, desde o PIB, cujo crescimento abrandou para 4,4% em 2014, às contas externas, com o saldo da balança a entrar em terreno negativo (-2,9%) pela primeira vez desde a crise financeira internacional de 2009. No ano de 2015, registou-se o abrandamento da economia em 3,5%, o que levou igualmente à desvalorização do Kwanza em 6% face ao dólar, de Setembro

⁴⁸ A taxa de crescimento real do PIB por sector é a seguinte. Agricultura - 2006: 9,80%; 2007: 27,39%; 2008: 1,86%; 2009: 29,00%; 2010: 6,00%; 2011: 11,40%. Pesca e derivados - 9,10%, 9,70%, -2,43%; -8,72%; 1,30%; 3,45%. Indústria transformadora - 44,70; 32,57%, 11,03%, 5,27%, 10,66%, 3,81%.

⁴⁹ Se, por um lado, as exportações proporcionaram um aumento da renda, por outro lado, a apreciação do florim holandês, em função da entrada de divisas externas provenientes das vendas da *commodity* energética, tornou as exportações dos outros produtos menos competitivas.

⁵⁰ Desde Junho de 2014, o preço do petróleo registou uma queda acumulada superior a 50%. O preço do barril de petróleo Brent reduziu de USD 111,97 (com um máximo de USD 115,49 a 19 de Junho de 2014), em Junho de 2014, para um preço médio de USD 48,47, a 22 de Janeiro de 2014, impactando significativamente a receita petrolífera e a não petrolífera por via da revisão das perspectivas do crescimento do PIB.

de 2014 a Junho de 2015, o que se repercutiu no comportamento dos preços, obrigando o executivo a rever os planos de investimento público, sendo forçado a cortar mais de metade da despesa prevista.

Uma análise da relação causal entre o desenvolvimento do sistema bancário, o PIB petrolífero e o crescimento da economia não petrolífera em Angola verifica que o desenvolvimento bancário não foi suficiente para impulsionar o crescimento da actividade económica não petrolífera nem da actividade petrolífera. E o inverso da causalidade é bastante robusta, pelo que indica uma maior probabilidade do crescimento da actividade não petrolífera e da actividade petrolífera causarem o desenvolvimento financeiro em Angola.⁵¹

Num regime jurídico em que cabe ao Estado Angolano determinar as condições para a concessão, a pesquisa e a exploração, de acordo com o previsto no artigo 16º da CRA, esta competência foi transferida para a Concessionária Nacional (Sonangol E.P.), conforme o artigo 4º da Lei das Actividades Petrolíferas (Lei nº 10/04 de 12 de Novembro).

A Sonangol é a companhia petrolífera de Angola e a concessionária exclusiva para a exploração e produção, fabricação e transporte de petróleo e gás natural no País. Detém uma participação mínima de 20% em cada bloco petrolífero. No domínio dos derivados de petróleos, foi aprovada uma estratégia de liberalização do sector com o objectivo de organizar e estruturar o mercado interno (Resolução 105/09, de 19 de Novembro).

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários Angolano pode significar, para as empresas petrolíferas angolanas, uma plataforma alternativa de financiamento para expandir os seus negócios, permitindo uma maior democratização económica, na medida em que qualquer interessado poderá adquirir parte das empresas petrolíferas angolanas cotadas. Melhorar o ambiente de informação sobre as empresas petrolíferas e a valorização da bolsa local estará positivamente correlacionado com a valorização do petróleo no mercado internacional.

Porém, de forma a tornar a economia menos vulnerável aos choques externos e de modo a garantir o crescimento económico sustentado, que permite um desenvolvimento financeiro que a longo prazo financia de forma eficiente a economia, é necessário implementar políticas macroeconómicas (pró-crescimento) robustas que promovam a reestruturação e a diversificação

⁵¹ QUIXINA, Yuri Gilson Cassumba, *A relação causal entre a evolução do sector bancário, rendimento de petróleo e crescimento económico em Angola nas últimas décadas*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 2014.

da economia, canalizando os rendimentos do petróleo para sectores não petrolíferos da economia angolana, pois uma economia cujo sistema financeiro depende de um único soberano tem uma vulnerabilidade ou risco sistémico maior do que uma outra em que se registre uma diversidade de dependência e, por conseguinte, uma maior mitigação do risco.

3.3 A Petrodolarização

A exposição económica de Angola à economia-mundo, ocorrida a partir da década de oitenta, levou, por parte dos agentes económicos, à procura de moedas mais seguras e estáveis como forma de criar uma reserva segura da riqueza, utilizando-se a moeda estrangeira para efeitos de reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta, garantindo a estabilidade e segurança das suas reservas, elevando assim o nível de depreciação da moeda nacional face ao dólar, que surge associado a facto de ser a moeda de pagamento da única fonte receita de exportação (o petróleo).

Esta tendência, ao longo dos últimos anos, tem decrescido. Em 2006, a média da dolarização dos créditos e depósitos era, respectivamente, de 71,42% e 69,42%; já em 2013, estes indicadores situavam-se em 38,57% e 46,70%. Face às medidas de ordem prudencial do BNA e a um novo quadro regulamentar que promoveu a introdução de instrutivos destinados a garantir a gestão adequada do risco cambial nas instituições financeiras e internalizar um custo real maior das suas carteiras de activos compostos em moeda estrangeira, contribuiu-se para a criação de condições de concorrência equitativas para os produtos financeiros em moeda nacional, limitando o incentivo da intermediação financeira na moeda estrangeira, bem como o uso desta como meio de pagamento nas operações a nível nacional⁵².

Tanto o crédito ao sector público como o crédito ao sector privado contribuíram positivamente para a desdolarização, sendo que no crédito ao sector privado o efeito foi mais relevante. Pode também inferir-se que tanto o crédito de curto prazo como o crédito de médio prazo têm contribuído para a desdolarização do crédito. O crédito a médio prazo foi o que teve

⁵² Documento apresentado pelo Departamento de Estudos Económicos (DEE/BNA) no Seminário sobre “Os Desafios da Desdolarização”, organizada a 13 de Maio de 2014. Disponível em: <http://www.bna.ao/uploads/%7Bb282cf6e-8d7d-40b1-ab4f-7ae9272a52f0%7D.pdf> (09/11/2016)

maior descida no nível de dolarização, em particular, ao sector privado. Dos 32,4% de desdolarização real ocorrida no crédito à economia, é atribuída ao BNA 20,7% de contribuição no crédito a médio prazo, sendo que 18,3% pertenciam à contribuição do crédito ao sector privado a médio prazo⁵³.

Esta gestão activa das exigências de reservas sobre os depósitos em moeda nacional sinaliza a intenção do BNA de reduzir os custos de financiamento dos agentes económicos que recorrem ao crédito em moeda nacional, o que incentiva à utilização da moeda nacional no sistema financeiro. Por outro lado, desde 2011, o rácio de solvabilidade regulamentar passou a incorporar uma exigência de cobertura para o risco cambial. Deste modo, os bancos com maior negociação em moeda externa terão que reter mais capital.

4. Indicadores macroeconómicos

Angola é uma das economias mundiais com maior crescimento económico num período recente, perspectivando-se que esta tendência se prolongue nos próximos anos, em razão do panorama internacional. Os indicadores evidenciam que Angola pode convergir rapidamente para os melhores índices de crescimento.

A economia angolana tem sido duramente atingida pelo declínio acentuado do preço do petróleo, bem como pela redução temporária da sua produção devida a uma permanente falta de planeamento da manutenção dos campos petrolíferos e a uma prolongada seca.

Produto Interno Bruto

A actividade petrolífera em 2014 representou 29,7% do PIB Angolano. Contudo, sectores como a indústria transformadora, serviços mercantis, energia e construção apresentam-se como os potenciadores de crescimento, dada a sua exposição ao crescimento populacional e aos investimentos crescentes que têm sido efectuados em infraestruturas.

Ao longo de 2015, Angola continuou a sofrer os efeitos de significativas baixas dos preços do petróleo num cenário de consideráveis cortes na despesa pública, com a consequente

⁵³ *Idem.*

desaceleração da taxa de crescimento do PIB para 3.8%, em 2015. No entanto, espera-se que o crescimento recupere para 4.2% em 2016.⁵⁴

Taxa de desemprego

A diversificação económica, factor que poderá impulsionar a criação de emprego, ainda não tem produzido os efeitos previstos no Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), devido ao seu ritmo lento. A taxa de desemprego situa-se em cerca de 26%, em 2014. As autoridades do país têm vindo a adoptar medidas para aumentar os valores dos investimentos público e privado. A economia Angolana ainda é bastante vulnerável a choques externos, o que pode condicionar as perspectivas de investimento a médio prazo e, consequentemente, os níveis de desemprego.⁵⁵

Taxa de inflação

O Índice de Preços no Consumidor (IPC) sofreu, até 2013, um decréscimo, tendo a inflação atingindo 8,8%. Este decréscimo deveu-se maioritariamente às flutuações dos preços do petróleo, à descida global dos preços de produtos alimentares e aos esforços do BNA para estabilizar a taxa de câmbio nominal. Em 2014, o Kwanza desvalorizou-se para níveis acima dos 100 Kwanzas por dólar americano e, no ano de 2015, a inflação foi de 13,29%.⁵⁶

Balança comercial

À semelhança do ocorrido no ano de 2009, período em que a economia mundial foi assolada por uma crise económica e financeira, no exercício económico de 2014, a conta corrente registou um saldo deficitário na ordem de US\$ 3.722,4 milhões, o que representou uma redução de cerca de 144,6%, comparativamente ao ano anterior. O rácio da conta corrente sobre o Produto

⁵⁴ Orçamento Geral do Estado, 2016, Relatório de Fundamentação, 17 de Dezembro de 2015. Disponível em: <http://www.minfin.gv.ao>.(09/11/2016)

⁵⁵ Fonte: *Resultados Definitivos do Recenseamento Geral da População e Habitação de Angola*, Março de 2014.

⁵⁶ Fonte: BNA, 2014.

Interno Bruto sofreu também uma redução considerável em relação ao ano de 2013, ao passar de 6,7% para (-) 2,9%.⁵⁷

Segundo dados do BNA, figuram da lista dos países de exportações no ano de 2014, EUA, China, Coreia, França, Tailândia, e destacam-se importações de mercadorias, bens de consumo corrente, bens de consumo intermédio, bens de capital. Os cinco principais países de importação neste ano foram Portugal, Singapura, China, EUA, Bélgica. Perfez-se um total de 28 586,8 milhões de dólares gastos em importações.⁵⁸

Em termos de exportações de petróleo, a China é actualmente o principal país importador, recebendo mais de metade das exportações de petróleo Angolano. O segundo lugar é ocupado pela Índia, que recebe 10% das exportações, seguida dos Estados Unidos, com 7%. Relativamente ao volume médio anual de exportação de petróleo, espera-se que este atinja cerca de 670 milhões de barris até 2017.⁵⁹

4.1 Breve caracterização dos mercados financeiros actuais

Sector dos seguros

No período que compreende os anos de 2011 e 2013, segundo dados da ARSEG, publicados em 8 de Abril de 2015, no ano 2013, o sector assistiu a um crescimento contínuo do resultado líquido, o qual apresentou uma variação de cerca de 50% neste mesmo período. O resultado técnico bruto nos 3 anos cresceu cerca de 5%. No entanto, o crescimento não foi linear, ou seja, verificou-se um crescimento de 2011 para 2012 (6%), mas ocorreu um ligeiro decréscimo de 2012 para 2013 (-1%). O volume de prémios emitidos tem crescido a um bom ritmo, em parte, fruto do contributo do seguro obrigatório de responsabilidade civil automóvel e do desenvolvimento do ramo de acidentes e doença⁶⁰.

⁵⁷ *Relatório da Balança de pagamentos*. Disponível em: <http://www.bna.ao/uploads/%7B1c8e074e-c0ad-4ef0-8324-a996b005c43c%7D.pdf> (09/11/2016)

⁵⁸ *Idem*.

⁵⁹ *Idem*.

⁶⁰ *Estudos sobre o sector dos seguros e dos fundos de pensões em Angola*. Disponível em: http://www.arseg.ao/images/stories/estudo_2011-2013_part2.pdf (09/11/2016)

A produção global bruta emitida registou, um crescimento de cerca de 13%. Com uma maior ênfase de 2012 para 2013 (cerca de 11%), a tendência tem sido sempre crescente. Associado a um contexto económico e social que tem evoluído, também este sector tem apresentado um forte desenvolvimento, predominando o ramo não vida em relação ao ramo vida, perfazendo em 2013, cerca de 98% da produção emitida.

O Ramo Vida tem tido uma relevância residual no mercado, sendo, no entanto, expectável que possa inverter esta tendência, passando a assumir outro destaque. Factores como a revisão do sistema tributário, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, o alargamento da concessão de crédito bancário, a maior sensibilização da sociedade para a necessidade de poupar e do papel do seguro, o desenvolvimento do “Bancassurance”, entre outros, são elementos que poderão ser decisivos para o crescimento deste ramo⁶¹. Em 2013, tinha uma taxa de penetração de 0,82% do PIB⁶².

Sector bancário

Até Setembro de 2016, o BNA autorizou a exercer actividade financeira 30 bancos comerciais, 1 sociedade de locação financeira, 66 casas de câmbio, 25 das quais autorizadas a fazer remessa de valores, 26 sociedades de micro-crédito, 2 cooperativas de crédito, 14 sociedades prestadoras de serviços de pagamentos e 6 escritórios de representação de bancos estrangeiros.⁶³

O volume de negócios da banca aumentou 16,17%, impulsionado sobretudo pelo aumento dos títulos e valores mobiliários, particularmente dos títulos do tesouro mantidos até ao vencimento e da carteira de crédito que manteve a sua relevância na estrutura de negócios da banca. Os recursos captados por terceiros tiveram uma expansão de 15,64%, resultando sobretudo do aumento dos depósitos em 20,23%, constituindo a maior fonte de captação de recursos das instituições financeiras bancárias, o que representa 78,67% do passivo total, sendo que os depósitos à ordem se mantêm na predominância da carteira de depósitos com 56,53%, um

⁶¹ *Estudos sobre o sector dos seguros e dos fundos de pensões em Angola*. Disponível em: http://www.arseg.ao/images/stories/estudo_2011-2013_part1.pdf (09/11/2016)

⁶² *Idem*.

⁶³ Fonte: BNA, *Lista das instituições financeiras autorizadas*. Disponível em: http://www.bna.ao/Conteudos/Artigos/lista_artigos_medias.aspx?idc=142&idsc=834&idl=1 (09/11/2016)

aumento de 24,52% face ao período homólogo. À semelhança do activo, o passivo apresentou predominância em moeda nacional, consistindo em cerca de 58,56% do volume total de obrigações do sistema bancário⁶⁴.

O sistema bancário Angolano continua a demonstrar capitalização suficiente para suportar os riscos económicos e financeiros, em decorrência dos aumentos de capital social realizados por parte de alguns bancos, da acumulação de reservas e dos resultados transitados, o que contribui para o reforço da capacidade de investimento e absorção de eventuais perdas inerentes à actividade de intermediação financeira, proporcionando um rácio de solvabilidade de 22,01%, muito acima do limite mínimo regulamentar de 10% estabelecido no Aviso 05/07, de 12 de Setembro⁶⁵.

Em Junho de 2014, em termos gerais, o sistema bancário revelou-se líquido, entretanto continua a observar-se desfasamento negativo significativo entre o financiamento de curto prazo e a alocação de recursos a longo prazo. Neste mesmo período, o índice de estabilidade financeira situou-se em 60,85%, valor superior aos 43,46% do período homólogo, o que demonstra a melhoria da estabilidade do sistema bancário, influenciada pelo aumento da solvabilidade, dos activos líquidos, dos factores externos, bem como do aumento do preço do petróleo, apesar da qualidade dos activos requerer maior acompanhamento e haver bancos que registaram resultados negativos⁶⁶.

A taxa de bancarização para o período de referência é de 47,39%, numa população estimada em 24.38 milhões.⁶⁷

Mercado dos valores mobiliários

No Mercado de Registo de Títulos do Tesouro (MRTT) foram registados negócios na ordem dos AOA 4.610,11 mil milhões, no período entre Maio e Dezembro de 2015⁶⁸. Encontravam-se registados, até Abril de 2016, 1 sociedade gestora de mercados regulamentados,

⁶⁴ BNA, *Relatório de Estabilidade Financeira 2014*, p. 49. Disponível em: <http://www.bna.ao/uploads/%7Bfe5eef78-0020-4b58-8860-4e405cbda357%7D.pdf> (09/11/2016)

⁶⁵ *Idem*.

⁶⁶ *Idem*.

⁶⁷ *Idem*.

⁶⁸ CMC, *Relatório de contas*. Disponível em: <http://www.cmc.gv.ao>

4 sociedades gestoras de investimentos colectivos, 5 organismos de investimentos colectivo, 3 sociedades correctoras de valores mobiliários, 9 peritos avaliadores de imóveis de investimento colectivo, 1 entidade certificadora de peritos de avaliadores de imóveis, 13 agentes e intermediação e 3 auditores externos⁶⁹.

O segmento da dívida corporativa, apresentado a 14 de Dezembro de 2015, constituiu a segunda etapa deste processo, que até à presente data não se encontra em funcionamento (Outubro de 2016). O MBOP será o primeiro segmento de dívida corporativa a ser disponibilizado pela BODIVA. Configura um novo financiamento empresarial nacional que irá permitir aos investidores efectuarem as suas operações de compra e venda de obrigações corporativas por meio de interação permanente de todos os interesses de compra e venda.⁷⁰

⁶⁹ Cfr. [http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/89/Lista%20de%20Instituições%20Registadas%20\(actualizado%2004.07.16\).pdf](http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/89/Lista%20de%20Instituições%20Registadas%20(actualizado%2004.07.16).pdf) (09/11/2016)

⁷⁰ *Funcionamento do mercado da dívida corporativa.* Disponível em: http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/536/3.%20BODIVA%20-%20Apresentação%20-%20DC%20-%20Funcionamento%20do%20Mercado%20Dívida%20Corporativa_OC.pdf

III-A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

1. Enquadramento

A história da economia angolana é, a vários títulos, exemplar de uma larga tradição de intervenção estadual por razões de justiça e eficiência. A sua intensidade tem contornos políticos e ideológicos. Com a abertura constitucional à economia de mercado, o Estado angolano aparece não só como agente económico em convívio com o privado como também com funções de regulação da economia⁷¹, passando por uma acção indirecta condicionadora da conduta dos agentes económicos, deixando-lhes todavia margem para uma correcta decisão, num processo contínuo de desregulação através da liberalização de actividades em sectores económicos reservados ao sector público ou dependentes de concessão ou autorização pública.⁷²

A evolução da intervenção do Estado na economia conduziu a que não incidisse apenas sobre monopólios naturais das *utilities* e caminhasse para outros sectores fundamentais, como foi o caso do financeiro, uma vez que a actividade financeira deixada à lei do mercado pode ser destruidora da economia⁷³, justificando-se a regulação pelo interesse público e pela imperiosidade de preservação da confiança dos mercados. Dado o impacto dos mercados

⁷¹ Não queremos aqui deixar de citar a chamada mão invisível na relação entre Estado e economia, referida por Adam Smith. Para este, o Estado deve apenas atribuir os direitos de propriedade e assegurar que os mesmos são respeitados. Em contraponto a esta teoria, existe uma corrente intervencionista que entende existirem razões suficientes para justificar a propriedade pública de bens de produção e um papel activo do estado na condução da economia. Existe, no entanto, uma ampla área de confluência das duas posições, adoptada pela maioria dos autores, em matérias económicas, segundo a qual a intervenção do Estado apenas se deve verificar nas situações em que o normal funcionamento das regras do mercado produza resultados que se afastam do paradigma da afectação eficiente de recursos – as chamadas falhas de mercado. Cfr. FERREIRA, Marco A. Da Silva Capitão Costa, *Estado e Economia: Entre o mercado e a tecnocracia, onde fica a res pública?*, Tese de Doutoramento, FDL, 2014.

⁷² Testemunha-se neste processo a liberalização do mercado das telecomunicações, através da Lei nº8/01 de 11 de Maio.

⁷³ Aliás, a história tem demonstrado esta sequência. As crises nascem no sistema financeiro, são depois transmitidas aos Estados e, por fim, passam para a chamada economia real. Dado o desempenho vital do sistema financeiro no fomento do crescimento económico, em especial através da provisão de capital, facilita-se o encontro entre a procura e a oferta de fundos, de forma mais eficiente possível para uma correcta afectação dos recursos.

financeiros na saúde da economia no seu todo, é essencial assegurar a robustez e a segurança deste sector,⁷⁴ relevando-se a regulação de extrema importância para o crescimento de uma economia vulnerável e dependente de um único recurso, um sector empresarial monopolizado pelo Estado e de aposta insuficiente na redução das informalidades.

Assim, o Estado ao actuar simultaneamente como investidor num determinado mercado e como autoridade para garantir o normal funcionamento das instituições e dos mecanismos do mercado cria uma entidade reguladora para esse mercado, impondo, enquanto Estado, o cumprimento das regras do jogo. Essa entidade é incumbida de funções regulatórias, de monitorização, fiscalização, sancionamento e de adopção de medidas extraordinárias.⁷⁵

Neste sentido, desenvolveram-se organismos de regulação sectoriais (no modelo tripartido): para o sector bancário, o BNA; para o sector dos seguros, a ARSEG; para o mercado de capitais, a CMC. Desenvolveram-se ainda entidades transversais a múltiplos sectores⁷⁶, num contexto em que se começa a dar sinal da fragilidade do modelo tripartido, pugnando-se p. e. pelo modelo *twin peaks* no caso do ordenamento jurídico Português.⁷⁷

À medida que os valores mobiliários foram assumindo maior relevância económica e social, o Estado decidiu intervir, regulando o sector. Dá a criação do direito dos valores mobiliários, originariamente direito privado no seu estado mais puro⁷⁸. Completava-se a função assumida pelos Estados de defesa da riqueza e do património privado ou mesmo público.

⁷⁴ SARAIVA Rute, *Direito dos Mercados Financeiros*, AAFDL, Lisboa, Março de 2013, p. 20.

⁷⁵ Vide: MALAQUIAS, Pedro Ferreira, Martins, Sofia, FLOR, Paula Adrega, *Modelos de regulação (ou supervisão) do sector financeiro*. Disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones> (09/11/2016)

⁷⁶ Citamos como exemplo a Autoridade da Concorrência no ordenamento jurídico Português, com poderes transversais sobre a economia Portuguesa para a aplicação das regras da concorrência em coordenação com os órgãos de regulação setorial. É inexistente no ordenamento jurídico Angolano tal organismo, apesar de ter respaldo constitucional.

⁷⁷ Estando em causa a sobreposição que o modelo tripartido gera, não dá resposta adequada aos conglomerados financeiros, compromete a eficácia da coordenação da supervisão, é susceptível de gerar conflitos de interesses, apresenta menor capacidade de adequação à inovação financeira. Em consulta publica a proposta de Reforma da Supervisão Financeira em Portugal, Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/MinisterioDasFinancas/Documents/ReformadaSupervisaemPortugal.pdf> (09/11/2016)

⁷⁸ CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, Almedina, Coimbra, Outubro de 2015, p. 215.

A função do Estado em termos de protecção, criação e circulação da riqueza é assumida no artigo 92º, nº1 da CRA, legitimada a sua intervenção no mercado dos valores mobiliários pelo artigo 99, nº1 da CRA: “*o sistema financeiro é organizado de forma a garantir a formação, a captação, a capitalização e a segurança das poupanças, assim como a mobilização e a aplicação dos recursos financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social, em conformidade com a constituição e a lei*”.⁷⁹

Este, ao intervir no universo mobiliário, tem por objectivo acautelar a protecção do investidores, a eficiência, a regularidade de funcionamento e a transparência dos mercados de valores mobiliários e instrumentos derivados, o controlo da informação, a prevenção do risco sistémico, a prevenção e a repressão das actuações contrárias à lei ou ao regulamento, a independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não a sua supervisão. Este enunciado de objectivos enumerados no artigo 22º é tradicionalmente resumido nos princípios da protecção do investidor e de eficiência dos mercados e na redução do risco sistémico, em consenso com os objectivos da regulação traçados pela IOSCO⁸⁰.

O Estado é assim chamado a legislar no sentido de assegurar a formação, a captação e a segurança das poupanças, o que envolve um amplo campo de acção, que passa quer pela regulação da organização e funcionamento dos mercados, quer pelo acompanhamento da qualidade e actividade dos agentes financeiros envolvidos e dos serviços por eles prestados, restabelecendo a confiança nos mercados de capitais, designadamente pelo recurso aos títulos da dívida pública para dinamizar os mercados recessos, assegurar uma importante missão de dinamização do lado da oferta através de sucessivas operações de privatização, tomar medidas no plano dos fundos de investimento que permitam atrair um significativo conjunto de pequenas

⁷⁹ Nota-se que a expressão “sistema financeiro” disposta na constituição é aí usada num duplo sentido: objectivo, correspondente ao conjunto de normas e institutos jurídicos que regem a actividade financeira em geral, e subjectivo, como conjunto de empresas, instituições e organizações com intervenção directa na actividade financeira. Vide CANOTILHO, Gomes e MOREIRA, Vital, *Constituição da República Portuguesa anotada*, 3ª edição revista, Coimbra Editora, Coimbra, 1993, p. 454 (trata-se de uma disposição constitucional idêntica à prevista na Constituição Portuguesa, razão pela qual recorreremos ao mesmo sentido interpretativo).

⁸⁰ Importa referir CORDEIRO: 2015, pp. 256 ss. O autor sugere uma nova abordagem desta dicotomia que norteia a intervenção do Estado no universo mobiliário, considera insuficiente limitar a protecção do investidor e a eficiência do mercado como as duas grandes funções do Direito dos Valores Mobiliários. Propõe uma nova sistematização da matéria focada nos princípios da integridade e transparência.

poupanças e sobretudo desenvolver acções que, no campo fiscal, contribuam para reforçar o mercado.

Nestes termos, e conforme nos adianta EDUARDO PAZ FERREIRA, o fenómeno a que se assiste em matéria de mercados de capitais dificilmente se poderá qualificar de intervenção, melhor lhe cabendo a designação de regulação, que exprime uma situação em que o Estado não se limita a definir as regras do jogo, mais cria agências especializadas profundamente envolvidas na actividade regulada e com poderes para investigarem, definirem regras e exigirem o seu cumprimento, funcionando mais como árbitros do que como reguladores tradicionais.⁸¹

Constituirá objecto deste capítulo a análise do princípio da protecção do investidor e da eficiência do mercado. Abster-nos-emos do princípio da redução do risco sistémico, por entendermos constituir um objectivo transversal ao mercado financeiro, não sendo um exclusivo do universo mobiliário.⁸²

A intensidade com que o Estado intervém no mercado mobiliário dita um determinado modelo regulatório, justificando-se assim a nossa reflexão em torno destes modelos. O desenvolvimento económico e financeiro dos Estados não é uniforme, ainda que agrupados em blocos regionais, pelo que as crises têm impactos diferentes em cada país, daí a necessidade de se pugnar por instrumentos sensíveis à realidade económica e financeira em que são aplicados, de modo a servirem o interesse público ligado ao regular funcionamento dos mercados financeiros. Por último, é objecto deste cap. a análise da cooperação e assistência entre a CMC e os demais supervisores financeiros nacionais, entre o supervisor mobiliário e os demais reguladores financeiros, e a relação entre este e o governo.

2. Objectivos da regulação do mercado dos valores mobiliários:

⁸¹ Não se trata do conceito tradicional de intervenção do Estado, que pressupõe a utilização de mecanismos administrativos ou o recurso à prática de autoridade com vista a interferir no normal funcionamento dos mercados. FERREIRA, Eduardo Paz, *Direito dos Valores Mobiliários*, Instituto dos Valores Mobiliários, volume III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 16 a 18. Neste sentido, tenta-se construir um direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários por OTERO, Paulo, *Alguns problemas do Direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários*, in Instituto de Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários Volume I*, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pp. 253 e ss.

⁸² Em linha com: Cordeiro, 2015, p. 240.

2.1 O princípio da protecção dos investidores

A necessidade de tutela dos interesses dos investidores no mercado dos valores mobiliários afigura-se como factor de extrema importância, aliás, correntemente aponta-se a defesa dos investidores como um dos objectivos principais do direito do mercado dos valores mobiliários. Este princípio fundamenta-se pelo interesse público, pela necessidade de segurança dos mercados, pela prossecução da igualdade entre os diversos agentes, que justifica a adopção de um conjunto de medidas a todos os intervenientes neste mercado,⁸³ dados os riscos a que os investidores estão sujeitos, nomeadamente em termos de assimetria informativa, crises, delitos e fenómenos miméticos irracionais (*hedding*), diga-se falhas de mercado.

Num mercado em vias de desenvolvimento, como é o Angolano, a preocupação com o investidor é ainda maior, dada a necessidade de se atrair maior número de emitentes (através de um quadro jurídico mais flexível para estes) e dado o maior número de aforradores, garantindo um quadro jurídico proteccionista, a aplicação de um tem consequência directa sobre outro, sendo que as características da opacidade e da iliteracia financeira agravam ainda mais o problema. Portanto, é em torno destas duas características que se irá procurar abordar o princípio da protecção do investidor enquanto objectivo da intervenção estatal no universo mobiliário.

Mas antes, a questão que se coloca é de saber como proteger interesses distintos sem pôr em causa a eficiência do mercado e a quem se deve dirigir o conjunto de normas que têm por base a intervenção do Estado no mercado de valores mobiliários, ou seja, quem é para este efeito qualificado como investidor, e é por aqui que começamos.

O Código de Valores Mobiliários (CVM)⁸⁴ é omissivo em relação ao conceito de investidor, apesar de o Capítulo VI do título I ter como epígrafe “investidores”, e de existirem diversos preceitos neste código genericamente dirigidos a estes, o que permite definir os investidores

⁸³ RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A protecção de investidores em valores mobiliários*, Almedina, Lisboa, Fevereiro de 2001, p. 23.

⁸⁴ Os artigos citados sem referência reportam-se a este código.

como: pessoas singulares ou colectivas que corporizam a procura de valores mobiliários no mercado primário e a oferta e a procura destes mesmos valores no mercado secundário.⁸⁵

A necessidade de protecção dos investidores é muito variável. A sua intensidade é medida em função do mercado, daí a necessidade de serem agrupados por categoria a que se faz corresponder um regime diverso,⁸⁶ dando o código a indicação desta categorização dos investidores nos artigos 13º e 343º, investidores institucionais e não institucionais, sem avançar qualquer conceito nas disposições de base.

Dispõe o artigo 2º alínea f) que se tratam de investidores institucionais os “*investidores que sejam dotados de uma especial competência e experiência relativa a valores mobiliários e instrumentos derivados*”, sendo qualificados para efeito: as instituições financeiras bancárias; instituições financeiras não bancárias ligadas ao mercado de capitais e ao investimento; instituições financeiras não bancárias ligadas à moeda e ao crédito; instituições financeiras não bancárias ligadas à actividade seguradora e de providência social; instituições financeiras autorizadas ou reguladas no estrangeiro que estejam sujeitas a um regime análogo ao das instituições financeiras não bancárias ligadas a actividades seguradora e de providência social; o Estado; o banco central, os organismos públicos que administram a dívida pública e as instituições supra nacionais ou internacionais (artigo 13º, 1).

A esta lista acrescem os investidores classificados pelo intermediário financeiro (artigo 13º, 2 e 345º, 1) e pela CMC (artigo 13º, 3). Na prática, é a CMC o único com a referida competência classificatória, uma vez que a discricionariedade dada ao intermediário financeiro está condicionada pela aprovação do supervisor, tendo em atenção o disposto na segunda parte do art. 13º, 3: “*o organismo de supervisão do mercado de valores mobiliários pode.... qualificar ou permitir a qualificação como investidor institucional....*”.

Entendemos, assim, como investidores institucionais como as pessoas colectivas dotadas de especial competência e experiência relativa a instrumentos financeiros, definidas por lei ou qualificadas pelo supervisor.

⁸⁵ A protecção dada não é a cada um dos investidores individualmente considerados, conforme CASTRO, Carlos Osório de, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, 1997, p. 335.

⁸⁶ ASCENSÃO, José de Oliveira, *A protecção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários VI, Coimbra Editora, Coimbra, Maio de 2003, p. 15.

Não obstante o CVM não dispor de conceito e classificação de investidores não institucionais, a circunstância que o artigo 13º enumerar os investidores institucionais permite-nos concluir que os investidores não institucionais determinam-se por exclusão de partes. Assim, a todos os outros investidores que não fazem parte da lista do aludido artigo são considerados investidores não institucionais, sendo-lhes aplicáveis os preceitos que o código especificamente dedica a estes, tornando-se numa listagem mais ampla em relação à dos investidores institucionais, em que são incluídas as pessoas singulares⁸⁷.

Definido o parâmetro legal da figura do investidor no CVM, importa saber quem são os potenciais investidores do mercado de valores mobiliários Angolano e qual o nível de literacia financeira dos mesmos.

A ausência de estudos com esta preocupação limita a nossa resposta, com base nas transacções feitas pela BODIVA até ao presente, em que se transaccionam obrigações do tesouro compradas na maior parte por instituições financeiras (investidores institucionais), comparando com os dados do BNA relativos à taxa de bancarização (47,39% numa população estimada em 24.38 milhões), que continuarão a ser em primeira linha os investidores institucionais os únicos intervenientes neste mercado, se não forem desenvolvidas acções concretas de combate à iliteracia financeira, o que passa, em nossa opinião, pela aproximação dos serviços à população.

Grande parte dos agregados familiares já participa na intermediação financeira através das suas participações de depósitos bancários. Porém, a sua participação no mercado de valores mobiliários pode ser melhor aproveitada através dos fundos de pensão e de seguro e dos fundos de investimento, de modo a auxiliar o investidor doméstico a superar a insuficiência de informação e a espalhar o seu risco, mas para que isto aconteça os agregados familiares devem, igualmente, ter confiança em que estas instituições são devidamente geridas e regulamentadas.

Alcançar este desiderato só é possível por via de um contínuo trabalho de educação financeira que envolva as entidades governamentais, o mercado (sistema financeiro), as famílias e as instituições de ensino. O conteúdo da instrução terá de focar-se, não tanto no funcionamento

⁸⁷ De acordo com ALEXANDRE, Isabel, *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum*, Direito dos Valores Mobiliários Vol. V, Coimbra Editora, 2004, p. 29: “o significado da distinção entre investidor institucional e investidor não institucional radica na atribuição a este último de um maior grau de protecção, sem ser possível precisar se o investidor-padrão é o institucional ou não, atendendo a que ambas as categorias dispõem de regimes privativos de complexidade equivalente”.

do mercado ou nas vantagens da capitalização das poupanças, mas nos riscos incorridos e na complexidade que caracteriza o sector, no papel do intermediário financeiro, nos meios de protecção colocados ao dispor dos investidores para acautelar a sua posição e nos seus interesses. Estes são elementos essenciais que apontam para uma efectiva preparação da população⁸⁸.

Ora, o reconhecimento do princípio da protecção do investidor nas suas diversas manifestações normativas é normalmente dirigido no sentido da transparência e informação e em direitos relativos as associações de investidores⁸⁹, destacando-se o direito à acção popular e à obrigação de constituição de fundos garantias e em diversos institutos que se dirigem à prossecução deste fim. Afigura-se aqui o principal desafio do regulador na injunção destas normas sem comprometer a eficiência do mercado.

A regulação da informação é relativa ao conteúdo da mesma e visa o esclarecimento da decisão do investimento e não a justeza desta. Impõe-se aos participantes no mercado (emitentes, intermediários financeiros, entidades gestoras) a disseminação de informação, aproveitada por todo mercado, pois trata-se de um bem público.⁹⁰ Proporciona-se assim por parte do emitente o interesse do mercado e credibiliza-se a actividade prosseguida, facilita-se a liquidez, a valorização dos títulos transacionados e a diminuição dos custos operacionais, e proporciona-se ao investidor confiança no mercado e consequentemente maior liquidez dos títulos, eficiência operacional e alocativa.

Denota-se a preocupação do legislador com a adopção de medidas específicas com vista à protecção do investidor através da consagração do instituto da acção popular (artigo 14º)⁹¹ e da

⁸⁸ Conforme sugere: CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume I, Almedina, Lisboa, Outubro de 2015, pp. 252 a 256.

⁸⁹ De referir que, em consequência da crise dos *subprimes*, contagiada aos mercados de derivados e à finança mundial, resultou um clamor geral no sentido de mais informação e maior transparência. CORDEIRO, António Menezes, *A tutela do Consumidor de Produtos Financeiros e a Crise Mundial de 2007/2019*, Separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, p. 597.

⁹⁰ CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros*, Almedina, Lisboa, Abril de 2010, p. 285.

⁹¹ Não se trata de um instituto específico de direito mobiliário. Consagrado no artigo 74º da CRA, confere a qualquer investidor, pessoalmente ou através de associações específicas, a capacidade de promover a propositura de uma acção judicial, a fim de prevenir, fazer cessar ou perseguir infracções contra os seus interesses.

obrigação de constituir fundos de garantias (artigo 15º), às entidades gestoras de mercado regulamentados e aos sistemas de liquidação, de câmara e compensação ou de contraparte central.

A protecção dos investidores dirige-se a cada um individualmente considerado e à comunidade de investidores que intervêm no mercado de valores mobiliários: a cada um dos investidores por via dos direitos subjectivos que a lei lhes confere: e ao colectivo de investidores porque os bens jurídicos que dessa forma se defendem, em concreto a segurança e a eficiência do mercado, transcendem cada investidor e não podem ser atribuídos em exclusividade a ninguém.⁹²

É consensual na doutrina o reconhecimento de que o enfoque excessivo na protecção dos investidores⁹³ pode, em casos-limite, conduzir a um sobrepeso de exigências aos demais participantes no mercado, dado os custos associados ao dever de informação, o que provoca uma retracção das entidades emitentes, comprometendo assim a eficiência dos mercados de valores mobiliários, por isso, o campo de legitimação pré-legislativa deve apurar se os conteúdos normativos dirigidos à protecção dos aforradores são adequados, e sobretudo ponderar se os custos de intervenções normativas mobiliárias são compensadas pelos respectivos benefícios.

Portanto, legislar com vista à protecção do investidor de forma excessiva, para além de ser oneroso para o emitente, o que condiciona a eficiência do mercado, pode resultar em exageros administrativos, ou seja, em excesso de burocratização, o que tem consequências muito bem conhecidas pelos Angolanos: “corrupção/gasosa.” Na verdade, nem sempre mais protecção significa melhor protecção; a protecção dos investidores é atingida através da combinação de deveres dos participantes no mercado, procurando acautelar a posição jurídica dos investidores, de modo a tornar os mercados eficientes, com grande liquidez, com sociedades bem geridas e equilibradas.

2.2 O princípio da eficiência dos mercados

Aos objectivos da regulação dos mercados de valores mobiliários acresce a defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e a redução do risco sistémico, previsto no artigo 22º alíneas b) e d), ou seja, a questão coloca-se para além da eficiência.

⁹² Rodrigues, 2001, p. 62.

⁹³ A este propósito, PAULO CAMARA, p. 131, dá como exemplos a exigência do prospecto em oferta pública, a imposição de regras organizativas ao intermediário financeiro ou correspondente dever de adequação. Trata-se de regras injuntivas, que implicam encargos patrimoniais não negligenciáveis.

Na verdade, a eficiência remete-nos para a capacidade de o mercado financeiro direccionar capitais para empresas que tenham os melhores projectos de investimento e nas condições mais vantajosas, ou seja, um mercado eficiente permite que os produtores apliquem seus recursos com menor custo, o que maximiza o retorno que auferirão dos seus fundos, gerando exactidão na formação do preço dos valores mobiliários, levando à alocação eficiente dos recursos na economia real, ao dar indicações para o fluxo de capitais⁹⁴. Neste sentido, requer-se que o mercado seja eficiente sob aspectos operacionais (custos de transacção associados à utilização do mercado, custo de informação associados à produção, à aquisição, ao tratamento ou verificação da informação, aos custos suportados pelos investidores para fazerem converter um investimento), assim como ao nível da eficiência informacional⁹⁵. É pelo princípio da informação que iremos delimitar o princípio da eficiência dos mercados.

A actual regulação do mercado dos valores mobiliários apoia-se no modelo de transparência, segundo a qual a função do Direito consiste em fazer com que todos os investidores tenham igual acesso a informação completa, verídica e actualizada relativamente aos emissores. Este modelo traduz-se na imposição de obrigações de divulgação amplas e detalhadas para os emissores e participantes do mercado, contribuindo não só para melhorar a eficiência do mercado como também para a redução do risco sistémico e para um funcionamento equitativo no mercado.

Em sociedades abertas⁹⁶, reclama-se transparência da parte do emitente, mas também da parte dos intermediários financeiros,⁹⁷ dos auditores, dos supervisores e dos investidores.

⁹⁴ MACKAAY, Ejan, ROUSSEAU, Sréphane, *Análise económica do Direito*. Tradução de Rachel Sztajn, 2ª edição, Editora Atlas S.A., 2015, p. 624.

⁹⁵ Sobre a importância da informação na formação do preço: CAMARA, Paulo, *Os deveres de Informação e a Formação do Preço no Mercado dos valores Mobiliários*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, nº2, CMVM, Lisboa, 1998

⁹⁶ Designação introduzida no actual CVM, anteriormente designada por “sociedade com subscrição pública”, a qual é definida no artigo 2º alínea p) como: *emitente sob forma de sociedade comercial cujo capital se encontra aberto ao investimento público, nomeadamente em resultado da oferta de suas acções ao público ou admissão a negociação em mercados regulamentados*; qualificadas no artigo 112º nº 1 sujeitam-se a um regime diferenciado dos demais tipos societários.

⁹⁷ De acordo, com o disposto no artigo 2º alínea a), consideram-se agente de intermediação financeira instituições financeiras que estejam autorizadas a exercer um ou mais serviços e actividades de investimento em

Destaca-se o papel da informação no mercado de valores mobiliários na formação de preços. A prossecução da eficiência do mercado é factor de credibilidade, pelo que a informação a ser disponibilizada deve estar incorporada no preço segundo o qual o valor mobiliário é negociado⁹⁸. As ofertas de valores mobiliários e emitentes devem ser completa, verdadeira, actual, clara objectiva e lícita.⁹⁹

O emitente, enquanto captador de aforro junto do público investidor em valores mobiliários, deve fornecer publicamente toda a informação necessária, de modo a permitir que o investidor formule um juízo consciente de investimento ou de desinvestimento¹⁰⁰.

Impõem-se neste sentido ao emitente de valores mobiliários boas práticas de governo das sociedades, transparência de actuação junto dos investidores, prestação de informação contínua e periódica através dos relatórios e contas¹⁰¹. É extensa a lista de obrigações relativas ao dever de

valores mobiliários e instrumentos derivados em Angola, e que se encontrem registadas juntos do Organismo de Supervisão do Mercado de Valores Mobiliários. São consideradas para este efeito como instituições financeiras bancárias os bancos e as instituições de micro-finanças (artigo 4º LIF) e as instituições financeiras não bancárias ligadas ao mercado de capitais e ao investimento sujeitas à jurisdição do Organismo de Supervisão do Mercado de Valores Mobiliários, as Sociedades correctoras de valores mobiliários, as Sociedades distribuidoras de valores mobiliários, as Sociedades de investimento, as Sociedades gestoras de patrimónios e outras empresas que sejam como tal qualificadas por lei (artigo 7º, 3 LIF).

⁹⁸ SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes*, Direito dos Valores Mobiliários Vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp 273 e ss.

⁹⁹ FERREIRA, Amadeu, *A supervisão do sistema financeiro*. Disponível em: <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/XCongresso/Discursos/05AmadeuFerreira.pdf>

¹⁰⁰ O legislador procura criar um ambiente de informação universal, tendo em conta a diferença entre os investidores no que concerne ao acesso a elementos relevantes para a tomada de decisões, pois, dada a estrutura das sociedades abertas, em que na grande maioria dos casos os accionistas não se conhecem, excepto os accionistas de referência. SANTOS, Hugo Moredo, *Transparência OPA Obrigatória e Imputação de Direito de Votos*, 1ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, Maio de 2011, pp 31 a 70. Na mesma linha, PAZ FERREIRA, Eduardo, *A informação no Mercado de Valores Mobiliários*, Direito de Valores Mobiliários Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 146: “A existência de informação é uma forma de tutela dos investidores mais fracos e que dispõem de menor capacidade de conhecimento necessário, mas pode considerar-se uma forma de protecção que se alarga, também, aos investidores internacionais.”.

¹⁰¹ Nota-se que deve constituir preocupação do regulador material definir períodos que permitam aos emitentes ter contas concretas, não se restringindo muito à questão do período, antes privilegiando a informação

informação disposto no CVM. Referimos a título exemplificativo o dever da sociedade aberta de assegurar a igualdade de tratamento aos titulares de valores mobiliários emitidos que pertencem à mesma categoria (artigo 114º), o dever de comunicação do regulador sobre participações qualificadas (119º), o dever de divulgação dos termos em que sucedeu a participação qualificada (artigo 121º), o dever de prestar informação dos titulares detentores de participação qualificada (artigo 122º, 2), o dever de comunicação e deliberação dos acordos para sócias (artigo 123º), o dever de comunicação das participações detidas em sociedades fora de Angola, o limite na divulgação de informação sobre oferta pública de distribuição (artigo 158º) e o segredo sobre a preparação da OPA (artigo 197º).

Assim, o legislador procura atenuar as diferenças entre investidores no que respeita ao acesso a elementos relevantes para a tomada de decisão, dispondo no mercado de uma base de informação universal, promovendo-se a simetria informativa¹⁰², permitindo que os preços reflectam o encontro da oferta e da procura de forma eficiente, p. e., através da obrigação de divulgação da participação qualificada permite ao público investidor que diariamente decide sobre a aquisição ou alienação de acções saber quais são as estruturas do poder e qual a sua influência na actividade da empresa.¹⁰³

Os auditores têm como missão assegurar que a informação financeira prestada ao mercado seja um retrato fiel da situação das empresas cotadas. Prestam um importante contributo para a integridade e transparência dos mercados de capitais, afigurando-se como a primeira linha externa de controlo. Devem para isto ter uma actuação credível, transparente, uma actuação assente em padrões internacionalmente harmonizados e que proporcionem uma segurança aceitável.

produzida, de modo a viabilizar a apresentação de um relatório de prestação de contas tecnicamente evoluído e actualizado, eficaz na satisfação das necessidades dos investidores, consistentemente aplicado, seguramente auditado e convenientemente supervisionado.

¹⁰² CORDEIRO: 2015, p. 275: “Quanto mais informação for colocada à disposição dos mercados, menor será o risco em que incorrem os investidores. O conhecimento do estado financeiro de uma sociedade aberta, por exemplo, das suas perspectivas futuras ou do *curriculum* dos seus administradores favorece uma análise mais objectiva e, conseqüentemente, uma gestão mais equilibrada e conhecedora dos riscos inerentes à aquisição de determinados valores mobiliários”.

¹⁰³ MOREDO SANTOS, 2011, p. 58.

A actuação boa ou má do intermediário financeiro, importante fonte de informação no mercado de valores mobiliários, especialmente para investidores não institucionais, tem reflexos directos no funcionamento do mercado.

O acesso à actividade depende de autorização concedida pela autoridade competente, conforme previsto na LIF, e do registo prévio na CMC. No caso de actividade de investimento em valores mobiliários (351º), é igualmente exigido aos consultores e analistas autónomos o registo prévio junto do organismo de supervisão do Mercado de Valores Mobiliários (327º, 1), uma avaliação da idoneidade, qualificação e aptidão profissional e ainda um seguro de responsabilidade civil (327º, 2).

O intermediário financeiro deve prestar, relativamente aos serviços que ofereça, que lhe sejam solicitados ou que efectivamente preste, todas as informações necessárias para uma tomada de decisão esclarecida e fundamentada (348º). Neste sentido, o CVM prevê um regime de responsabilização do intermediário financeiro, de informação ao organismo de supervisão do mercado de valores mobiliários dos activos por si detidos ou por sociedade por si dominada (385º), podendo vir a ser responsabilizado por danos ocorridos em virtude da insuficiência informativa do prospecto.

Por outro lado, a transparência visa assegurar a integridade do mercado, evitando que nele se realizem práticas ilícitas que prejudiquem os investidores e abalem a sua confiança, tais como o abuso de informação, a manipulação de cotações, a actuação enganadora dos intermediários financeiros, etc.¹⁰⁴ Visa igualmente certa justiça ou equidade nas relações que se estabelecem no mercado.

Ora, as obrigações de divulgação favorecem a distribuição equitativa da informação no mercado¹⁰⁵ ao disponibilizarem aos investidores, em tempo oportuno, todas as informações importantes e necessárias para a sua decisão de investimento, ao garantirem o acesso à informação. O regime de divulgação obrigatória protege o investidor menos informado da exploração, o que melhora a sua confiança no mercado, pois a formação eficiente de um preço

¹⁰⁴ PEREIRA, José Nunes, p. 30.

¹⁰⁵ A informação relativa aos emissores pode ser assemelhada a um bem colectivo, uma vez que, estando a informação disponível, é difícil de excluir um consumidor da sua utilização, assim como é difícil ver a informação como bem divisível, objecto de parcelamento entre os investidores. Mackaay e Rousseau, p. 637.

depende da obtenção de informação, pelo que a eficiência do mercado se reflecte no equilíbrio de preços¹⁰⁶.

Mas deve ter-se em conta que a informação como parte fundamental do mercado eficiente implica não só quantidade (tendo em atenção que demasiada informação aumenta os custos e entropia, com acréscimo marginalmente decrescente de benefícios para os agentes), mas também qualidade da mesma (ou seja, não basta ter informação, mas sim compreender a mesma) e a capacidade dos agentes no mercado de a incorporarem rápida e correctamente no preço, tornando-se o preço reflexo da informação disponível no tocante à avaliação dos valores mobiliários. Em mercados perfeitamente eficientes, o preço dos activos reflecte o valor intrínseco da empresa¹⁰⁷.

Portanto, é necessário que o regime regulatório existente para disciplinar o mercado de valores mobiliários Angolano esteja em conformidade com os custos associados à produção de informação. Em mercados eficientes, tais custos são mínimos¹⁰⁸, confirmando-se a importância da informação no mercado como vector do estabelecimento da confiança dos investidores, pois sem transparência não existe confiança e sem ela não existem mercados eficientes. A transparência assume-se, assim, como condição de desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários. Quanto mais abertos se tornarem os mercados, maior deve ser a sua eficiência pelo acesso dos investidores nacionais e internacionais à informação disponível. Em mercados

¹⁰⁶ Catarino, Luís Guilherme, *Informação: Utopia, realidade e intervenção pública*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, Coimbra Editora, Coimbra, Janeiro de 2011, p. 69.

¹⁰⁷ Neste sentido, GUILHERME CATARINO, 2011, p. 67 e ss., entende ser utopia pensarmos que um preço reflecte toda a informação que se encontra publicamente disponível. Para este autor, o preço de um activo varia também de acordo com as expectativas e a informação detida por cada investidor. Conclui que “*a informação é uma realidade, mas a simetria informativa uma utopia*”.

¹⁰⁸ A falta de estruturas capacitadas para a produção de informação com o nível exigido nos mercados de valores mobiliários pode constituir um entrave à questão da transparência e consequentemente da confiança no mercado Angolano. Porém, entendemos que as políticas do governo devem ser sedimentadas p. e. junto do Ministério das Finanças e da Justiça no sentido de se constituir um cadastro actualizado periodicamente de todas as empresas e um acesso facilitado a toda a informação base através de um portal/sítio, ao mesmo tempo que se deve incentivar o surgimento de empresas de auditoria, de revisores oficiais de contas e de sociedades de advogados capacitadas para tal tarefa em maior número. Defendemos vivamente que há a necessidade de se aproximarem os serviços do interessado, e só se faz isto com quantidade suficiente. O trabalho deve ser conjunto e em simultâneo.

massificados, fechados e internacionalizados, com muita informação disponível tende a aumentar a transparência em consequência da diminuição da incerteza.

3. Modalidades de intervenção

O sector financeiro, em particular o mercado dos valores mobiliários, é muito sensível e volúvel às variações no mercado, e dependente da confiança dos agentes económicos. O Estado encontrou nas agências especializadas dotadas de poderes para emitirem regulamentação vinculativa para os agentes do mercado o modelo para intervir neste sector.

Porém, no período de expansão e de ressaca de crises especulativas, foram postas em causa as virtualidades do modelo de intervenção através de agências reguladoras quanto o seu alcance de actuação pública. Em alternativa, surge a desregulação como forma de dar maior eficiência, resistência e transparência neste sector, de modo a torná-lo mais competitivo e capaz de enfrentar uma maior concorrência, posta também a sua fragilidade em evidência com as crises recentes, e justifica-se a intervenção reguladora dado o seu impacto na saúde da economia.

A criação de agências especializadas dotadas de poder de emitir regulamentação vinculativa para os agentes do mercado vem permitir aligeirar a tarefa do legislador num contexto em que as tendências neo-liberais procuram fundamentar a não intervenção legislativa do Estado, dada a desilusão com o direito de raiz estadual.

Como em qualquer sistema de controlo, existem três funções que têm que ser realizadas: estabelecimento de regras, controlo e monitorização com vista à modificação de comportamentos ou à sua conformação. O conjunto destas três funções é denominado em sentido *lato* de supervisão, que abrange a actividade de regulação (elaboração de normas regulamentares, bem como actos interpretativos) e supervisão em sentido restrito. A supervisão representa a actividade de vigilância permanente de actos, pessoas e documentos, tendo em vista prevenir, detectar e perseguir ilícitos e evitar e remediar perturbações no mercado¹⁰⁹.

Assim, crendo na ideia de que não existem modelos perfeitos, mas sim adaptáveis, a questão recai sobretudo sobre as particularidades do mercado de valores mobiliários angolano.

¹⁰⁹ Neste sentido, assumimos em sede deste trabalho a distinção tradicional empregue no direito Português. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Lisboa, 2009, pp. 248 e ss.

Tendo em atenção as suas características económicas-financeiras, impõe-se um modelo regulatório baseado em regras, em princípios ou ainda na auto-regulação, e é por este último que começamos a nossa análise.

3.1 A auto-regulação

A auto-regulação é a qualificação genérica de todas as formas de confirmação de práticas estabelecidas pelos próprios participantes do mercado, individual ou colectivamente, nomeadamente através das respectivas associações profissionais¹¹⁰. Trata-se de uma forma de regulação, e não a ausência desta, envolvendo uma organização colectiva que estabelece e impõe aos seus membros certas regras e certas disciplinas.¹¹¹

A auto-regulação pode revestir juridicamente natureza privada, assim como natureza pública. o que permite enquadrá-la quanto ao critério da natureza jurídica em *auto-regulação privada independente* (as normas são estabelecidas, aplicadas e executadas pela própria empresa), *auto-regulação privada oficialmente reconhecida* (o organismo profissional é munido de autoridade formal para regular os assuntos dessa actividade e impor normas para a condução das suas actividades), *auto-regulação pública* (protagonizada por organismos profissionais ou de representação profissional dotados de estatuto jurídico-público), *co-regulação* (é estabelecida uma instância de regulação que conjuga a intervenção do Estado e das profissões interessadas) e a *auto-regulação por meio de agencia reguladora “capturada”* (o governo monopoliza o estabelecimento, a aplicação e a execução das normas).¹¹²

A influência da auto-regulação não é idêntica em todos os sistemas jurídicos, dependendo em muito da capacidade de iniciativa das instituições privadas do sector, da cultura de mercados ou do enquadramento normativo e ainda do contexto histórico considerados. Distinguem-se a

¹¹⁰ CÂMARA, Paulo, *Regulação e Supervisão do Mercado de Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 139.

¹¹¹ Não existe auto-regulação individual (a autocontenção ou autodisciplina de cada agente económico ou empresa por motivos morais, ou egoístas, não é regulação). MOREIRA, Vital, *Auto-regulação profissional e administração pública*, Almedina, Lisboa, 1997, p. 53

¹¹² Para melhor desenvolvimento, Cfr. Moreira, 1997, pp. 69 a 73.

propósito da evolução do sistema de auto-regulação dos mercados de valores mobiliários na Grã-Bretanha três estádios: *auto-regulação pura*, *negociada* e *delegada*.¹¹³ Se nos referirmos a períodos temporais pluriseculares, pode-se afirmar que tendencialmente o espaço da auto-regulação do mercado financeiro tem vindo a diminuir, tendo em conta o surgimento de áreas financeiras que clamam por maior grau de intervenção da regulação clássica, por reformulação da natureza jurídica das bolsas e pelo aperfeiçoamento dos processos regulatórios.

Importa aqui ressaltar a fundamentação das tendências neoliberais, da não intervenção legislativa do Estado, resultantes do desencanto com o direito de raiz estadual e da crença na possibilidade de se alcançarem maiores graus de eficiência através do funcionamento livre dos mercados, partindo do princípio de que o interesse próprio de cada agente que actua no mercado de capitais será suficiente para assegurar o seu comportamento virtuoso. Os limites deste tipo de raciocínio são postos em evidência através da análise económica que vêm demonstrar como a assimetria na informação entre vendedores pouco escrupulosos e compradores permite que estes últimos adquiram produtos aptos a provocar-lhes danos importantes e, por essa via, acabam por provocar uma situação de retracção que leva à retirada do mercado de agentes que acabariam por poder concluir transações¹¹⁴.

A auto-regulação no Direito dos valores mobiliários possibilita um campo propício para a convergência de práticas em termos internacionais, e serve de instrumento de compilação de usos comerciais, o que lhe assegura uma importante função heurística, para além ancorar e delimitar preventivamente uma futura hetero-regulação. Com a ressalva de que as áreas que recebem maiores intervenções hetero-regulatórias, persistem zonas de acentuada influência auto-conformadora; é o que se passa, por exemplo, com os derivados.

O regime jurídico mobiliário Angolano acolhe a auto-regulação no art. 36º, dispondo que “nos limites da lei e dos regulamentos, as entidades gestoras dos mercados regulamentados, dos sistemas de negociação multilateral, dos sistemas de liquidação, de contraparte central ou de compensação e dos sistemas de negociação multilateral, dos sistemas de liquidação, de contraparte central ou de compensação e dos sistemas centralizados de valores mobiliários podem regular autonomamente as actividades por si geridas”.

¹¹³ *Idem*, p. 78.

¹¹⁴ FERREIRA, Eduardo Paz, *Sectores Estratégicos e Intervenção do Estado no Mercado Dos Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 20.

De notar que esta disposição merece duas observações: a primeira é a sujeição dos actos dos participantes do mercado às leis e aos regulamentos; em segundo lugar, e subsidiariamente, a sua “autonomia” fora do que seja coberto por tais fontes, o que nos permite concluir que é o meio encontrado pelo legislador para permitir um diálogo aberto com todos os participantes no mercado, podendo constituírem-se actos concretos de um determinado agente em regulamento genérico para todos os participantes no mercado.

Porém, esta técnica regulatória exige uma correcta visão do mercado por parte do Estado. Implica reconhecer que temos um mercado heterogéneo com emitentes e investidores de níveis e experiências financeiras dissemelhantes. Se tal acontecer, pode conduzir a um diálogo entre os diferentes agentes do mercado, o que resultará numa melhor supervisão e numa melhoria da qualidade dos produtos financeiros transaccionados neste mercado, assim como a utilização de ferramentas de regulação de diversos sinais para a realização efectiva das suas funções, e garantir assim o compromisso dos privados e o reconhecimento do quadro jurídico e do mercado em que actuam.

3.2 Regulação baseada em princípios

A designação do tema é em alguma medida deficiente (CAMARA: 2008) por não estar em causa apenas a consagração de princípios em sentido técnico. Para além de por si só não serem auto-suficientes, ou seja, não há sistema jurídico que assente apenas em princípios, uma vez que estes, por definição, não são auto-suficientes, do mesmo modo não se concebe o ordenamento actual desprovido de princípios jurídicos. Entretanto, este debate é sempre reorientado para a análise da densidade normativa dos enunciados, no sentido de um sistema mais ou menos apoiado em princípios e em técnicas legislativas mais abertas.

Reconhece-se que os extremos teóricos do debate podem apresentar vantagens e inconvenientes. As abordagens legislativas mais baseadas em regras podem encerrar maior rigidez e facilitar a circunção das previsões normativas, ou podem conduzir a abordagens mecanicistas do cumprimento das prescrições sem atingir os valores que lhes estão subjacentes.

Em contraste, o arsenal mais baseado em princípios é menos flexível a lacunas e pode, por esse motivo, revelar-se mais adaptado a um contexto de mercado em evolução.

Uma abordagem mais fundamentada em princípios supõe um diálogo mais próximo entre o regulador e o participante do mercado, que concerne à leitura interpretativa dos princípios e à sua aplicação. Surge, assim, neste plano, a utilidade da divulgação das conclusões interpretativas extraídas por cada autoridade de supervisão, ou pelo menos das mais relevantes, para assegurar a possibilidade da sua actuação. Este modelo obriga a uma vigilância redobrada a respeito da coerência decisória das autoridades competentes. Assim, admite-se que uma regulação baseada em princípios pressupõe um elevado grau de maturidade de cada mercado e dos seus participantes.

O debate sobre a regulação baseada em princípios conhece grande divulgação, tanto assim que no conjunto de princípios estabelecido pelo IOSC se verificam princípios relativos ao regulador, princípios de auto-regulação, princípios para a aplicação da regulação de valores mobiliários, princípios para cooperação na regulação, princípios para emissores, princípios para auditores, agências de notação de riscos e outros prestadores de serviços de informação, princípios para o organismo de investimento colectivo, princípios para o intermediário do mercado, princípios para o mercado secundários, princípios relativos aos sistemas de compensação e liquidação.

Afiguram-se, p.e., como princípios no mercado secundário: o estabelecimento de sistemas de negociação incluindo bolsas de valores deve ser sujeito a autorização e fiscalização por parte do regulador; a existência de uma supervisão regulatória contínua das bolsas e sistemas de negociação que deve ter por objectivo garantir que a integridade da negociação seja mantida através de regras justas e equitativas que estabelecem um equilíbrio adequado entre as exigências dos vários participantes do mercado; a regulação deve promover a transparência da negociação; a regulação deve ser concebida para detectar e dissuadir a manipulação e outras práticas de negociação desleais.

Reconhece-se que uma regulação mais baseada em princípios alcança efeitos positivos a dois níveis: o da regulação e supervisão e ao nível da elaboração de normas jurídicas. Reflecte um objectivo de depuração dos enunciados normativos. Representa, neste sentido, uma técnica para contrariar a crónica instabilidade legislativa desta área jurídica e serve de antídoto contra intervenções normativas desnecessárias. Ao nível da supervisão, representa uma oportunidade para a transparência decisória das oportunidades de supervisão e para a estabilização interpretativas das normas vigentes.

3.3 A regulação baseada em regras

A atribuição primária das autoridades administrativas independentes do sector financeiro é a da emissão de regulamentos. Beneficiando de uma maior proximidade da realidade regulada. Essas autoridades gozam de maior agilidade regulatória, tendo facilidade acrescida para a alteração dos textos normativos anteriormente produzidos, e desempenhando também o papel de intérpretes das regras vigentes através de pareceres genéricos ou de actos concretos¹¹⁵.

A regulação baseada em regras assenta na adopção de medidas de carácter impositivo destinadas a: controlar o acesso à actividade, para evitar que actuem no sistema entidades de reputação duvidosa ou que não disponham de meios técnicos, humanos e materiais adequados às operações que se propõem executar; garantir uma gestão adequada e prudente dos riscos em cada instituição, assente numa base de capital suficientemente sólida para acomodar perdas sem prejudicar o desenvolvimento normal da actividade e também assente em almofadas de liquidez que permitam suprir eventuais constrangimentos à capacidade de financiamento da instituição; impor requisitos de fundos próprios em função dos riscos decorrentes da actividade desenvolvida; impor limites à concentração das posições credoras assumidas perante um cliente ou grupo de clientes; e fixar limites à participação em outras sociedades, para prevenir conflitos de interesses.

No plano sancionatório, desencadeiam os procedimentos decorrentes da prática de infracções, procedem à respectiva instrução e decisão. No exercício de funções jurisdicionais, não devem as entidades pautar-se por critérios decisórios diversos daqueles por que se pauta a actuação dos tribunais. Devem igualmente actuar dentro dos parâmetros constitucionais, o que implica agir com total respeito pelos direitos fundamentais daqueles que supervisionam, transmitindo processos que obedeçam aos princípios da imparcialidade/neutralidade do decisor e do contraditório, na sua máxima expressão, nas fases processuais em que esta garantia possa estar presente.

¹¹⁵ Note-se que os actos interpretativos emanados não são vinculativos, mas são contributos interpretativos trazidos ao conhecimento público, favorecendo a certeza jurídica. Constituem igualmente uma garantia de imparcialidade e coerência decisória por parte da autoridade administrativa e fornecem modelos de decisão às empresas e aos profissionais do mercado.

A competência regulamentar deve ser entendida enquanto emanção da função administrativa,¹¹⁶ não implicando a inovação normativa, mas tão somente a execução, por complementação legalmente habilitada, de normas preexistentes, entre as quais se destacam os regulamentos. Há a inibição de com eficácia externa se interpretar, integrar, modificar, suspender ou revogar a lei, sob pena de ingerência da actuação administrativa no domínio legislativo. E sempre que determinada matéria deva reger-se por acto com a natureza de lei, aquela não poderá, nem sequer por acto de deslegalização ser absorvida por regulamento.¹¹⁷ Neste caso, destinando-se o regulamento, não ao desenvolvimento ou concretização de uma lei específica, mas a uma política traçada por um conjunto de leis ou por norma aberta, não há parâmetros materiais, balizadores da actividade regulamentar.

Apesar de formalmente justificada pela lei habilitante, e tendo, como tal, salvaguardada a conformidade constitucional formal, a actividade regulamentar assume natureza inovadora. Para isto, a entidade reguladora deve revestir-se de maior independência perante o poder político e os administrados, de modo a evitar a captura por parte destes, e como órgão de aplicação do direito não se limitar à mera execução de padrões normativos preexistentes.

Como vemos, o nível de regulação (com base em regras, na auto-regulação ou em princípios) dependerá das características do mercado em questão, incluindo a estrutura do mercado e o grau de sofisticação dos seus participantes, os direitos de acesso, os tipos de produtos negociados, o nível de integração com os outros mercados, a medida em que são prestados serviços transfronteiriços, o impacto de desenvolvimentos tecnológicos e a capacidade dos operadores cumprirem o papel de auto-regulação e de gestão do risco ao abrigo dos poderes e autoridade concedidos por lei. Ora, tendo em conta o perfil económico-financeiro Angolano, parece-nos que um modelo regulatório com mescla dos três é o mais adequado e que, tendo em atenção o estágio de desenvolvimento do próprio mercado, é natural que a regulação baseada em regras se evidencie mais em relação às demais.

4. A comissão de mercados de capitais no sistema financeiro angolano

¹¹⁶ CANOTILHO e MOREIRA, 1993.

¹¹⁷ SILVA, Paula Costa, *As Autoridades Independentes: Alguns aspectos da regulação económica numa perspectiva jurídica*, Revista Direito III, ano 13, Almedina, Lisboa, 2006, p. 555.

A CMC, última entidade de supervisão a surgir no sistema financeiro Angolano, apareceu ligada à necessidade de modernização das finanças públicas, iniciada em 2005 através de um vasto movimento regulatório do mercado financeiro Angolano, dada a transformação do próprio sistema e os desafios de uma economia em mutação. É criada através da Lei 13/05, de 30 de Setembro, que revoga a Lei 1/99, de 23 de Abril, na qual se define a necessidade da introdução de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, processo iniciado em 1998, apesar de se ter formado oficialmente a 18 de Março de 2005, pelo Decreto 9/05, publicado em DR, regendo-se pela Lei dos Valores Mobiliários (Lei 12/05, de 23 de Setembro), Lei das Instituições financeiras e pelo seu Estatuto.

Com o desenvolvimento da economia nacional, e em conformidade com os objectivos e princípios para a regulação de valores mobiliários estabelecidos pela IOSCO (CMC admitida a 7 de Novembro de 2014), o quadro jurídico existente passou a ser inadequado, obrigando à preparação de um novo regime. Nesta senda, surge, em 2015, o primeiro CVM Angolano, aprovado através da Lei nº 23/15, de 31 de Agosto, novo Estatuto Orgânico (EO) Lei nº 23/14, de 31 de Agosto.

Foi com este propósito que se procedeu à criação da CMC, uma entidade pública profissionalizada e especializada, dotada de autonomia relativamente ao ministério da tutela, e a que passa a caber a actividade de regulamentação, supervisão, fiscalização, promoção do mercado de valores mobiliários e das actividades que envolvam todos os agentes que nele intervenham directa ou indirectamente. Estando sob a sua tutela sociedades, corretores de valores mobiliários, sociedades de capital de risco, sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades gestoras de participações sociais, sociedades de investimento, sociedades gestoras de fundos de titularização, sociedades de gestão e investimento imobiliários, sociedades operadoras de sistemas ou câmara de liquidação e compensação de valores mobiliários e outras sociedades que sejam como tal qualificadas por lei.

O EO da CMC representa um marco no Direito Angolano dos Valores Mobiliários, na medida em que altera a organização interna inicial da instituição, ajustando-a às necessidades actuais do mercado de valores mobiliários e às atribuições que lhe são confiadas, de modo a tornar a instituição mais flexível face às mudanças constantes do mercado, através da adopção de uma estrutura de governo de matriz empresarial, quer ao nível do órgão de gestão, quer ao nível

do órgão de fiscalização, regulando os princípios, a natureza, a organização, as atribuições, responsabilidades e o enquadramento dos quadros da CMC, definindo também as matérias ligadas às suas competências na promoção e desenvolvimento do mercado de capitais.

Dada a estrutura actual do sistema de supervisão financeira, e de forma a tornar a actuação da CMC mais eficaz ¹¹⁸, à semelhança das instituições que nos outros países desempenham a mesma função, a CMC coopera com outras autoridades nacionais que exerçam funções de regulação e supervisão do sistema financeiro, de forma a combater as actuações fraudulentas, em particular no que respeita à prevenção do risco sistémico, conforme o previsto no artigo 6º n. 1.

Torna-se assim imperioso que existam ligações efectivas e eficazes entre as entidades de supervisão desses três subsectores, assim, não só se ganha em eficiência na regulação e na supervisão de cada um desses subsectores, como se proporciona às entidades supervisionadas economias de escala sensíveis.

Mas a necessidade de troca de informação e de coordenação no exercício da actividade de supervisão dos conglomerados financeiros impõe-se no plano interno através do reforço dos mecanismos de coordenação, o intercâmbio e troca de informação entre o BNA, a CMC e a ARSG, da qual depende a existência ou a coordenação de conflitos positivos ou negativos de competência, nomeadamente nas situações de supervisão com base consolidada, mas não só, em que é importante que a mesma se exerça, por igual em relação a todo o sistema financeiro, observando critérios harmonizados e comparáveis relativamente às três instituições. ¹¹⁹

Na verdade, a área de actuação de cada entidade supervisora acaba por aumentar em vez de diminuir. Face ao número e tipo de entidades reguladas e ao tipo de produtos que surgem no mercado, esbate-se a importância do grau de especialização perante produtos mistos, acabando a duplicação do controlo sobre uma mesma entidade por ser uma realidade cada vez mais presente.

¹¹⁸ Tendo igualmente em atenção o facto de os seus principais agentes serem intervenientes nos três sectores, a existência de empresas que actuam em apenas um dos três subsectores apontados tende a ser uma excepção.

¹¹⁹ O grau de especialização que existe em cada uma das áreas de actividade exige uma supervisão mais conhecedora das especificidades de cada uma delas e adequadamente capacitada com competências técnicas e humanas. Assim, uma clara divisão das áreas de actuação de cada autoridade de supervisão poderá ser o modo mais apropriado para lidar com esta especialização.

É por todos estes motivos que muitos dos países onde o modelo de supervisão institucional ou especializada se encontra implementado têm tentado encontrar formas de ultrapassar os constrangimentos verificados, nomeadamente através da criação de mecanismos de articulação entre as várias entidades e, mesmo, de entidades independentes, que visam essa articulação. A este propósito, é previsto, na Lei das Instituições Financeiras, a criação do Conselho Nacional de Estabilidade Financeira (CNEF).

5. Integração entre os diversos supervisores nacionais

5.1 O Banco Nacional de Angola

O sistema financeiro Angola é dominado pelos bancos que, para além da sua importante função na estabilidade do sistema, são os parceiros primordiais no desenvolvimento do mercado mobiliário enquanto intermediários financeiros. Neste sentido, impõe-se uma reflexão em torno do exercício da supervisão das duas entidades, ou seja, entre a CMC e o BNA, sobre a cooperação e, sobretudo, sobre a necessidade de um trabalho conjunto de literacia financeira, pressuposto da redução das informalidades, conforme temos vindo a assinalar ao longo do presente estudo.

A supervisão do sector bancário é exercida pelo BNA, entidade reguladora responsável pela monitorização de todas as vertentes da actividade do intermediário financeiro.¹²⁰ Com poderes de supervisionar as instituições financeiras domiciliadas em Angola, zela pela solvabilidade e liquidez das mesmas (artigo 20º da LBNA), regula e orienta os mercados monetário e cambial.

Cabe-lhe, assim, controlar *ex ante* o preenchimento de determinados requisitos pelas

¹²⁰ O BNA é o banco central e emissor que detém o direito exclusivo de emissão de notas e moedas metálicas, tendo um curso legal e poder liberatório, sendo o referido poder ilimitado, (artigo 6º nº 1 e 2 da Lei 16/10 de 15 de Julho). Para além da função de condução, execução, acompanhamento e controlo das políticas monetária, financeira e cambial e de crédito, no âmbito das políticas económicas do poder executivo, ele actua igualmente como banqueiro único do Estado, aconselha o executivo nos domínios monetários, financeiro e cambial, participa com o poder executivo na definição, condução, execução acompanhamento e controlo a política cambial e respectivo mercado, e vela pela estabilidade do sistema financeiro nacional (artigo 16º da Lei 16/10 de 15 de Julho).

entidades supervisionadas quanto ao desempenho da actividade nesta área e fiscalizar a manutenção das condições de viabilidade do exercício dessa actividade. É, pois, a entidade responsável pela concessão de autorização (e revogação da mesma) para a constituição de instituições de crédito, para a alteração dos seus estatutos, para a concretização de fusões ou cisões e verificação da idoneidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, para apreciar a idoneidade e a aptidão dos administradores e directores das instituições financeiras, para emitir instruções a que as instituições abrangidas devem obedecer, para fiscalizar o cumprimento de todas as relações prudenciais que as instituições financeiras devem observar com o fito de garantir a respectiva liquidez e solvabilidade, para dispensar temporariamente o cumprimento de determinadas obrigações, designadamente às instituições em que se verifique uma situação que possa afectar o seu regular funcionamento ou dos sistemas monetário e financeiro, para realizar inspecções às instituições de crédito sujeitas à sua supervisão e aos respectivos estabelecimentos, para consultar todos os ficheiros, livros e registos, e para obter comprovativos das operações, registos contabilísticos, contratos, acordos e demais documentos que entenda necessários ao exercício da sua função de supervisão (artigo 21º LBNA). Trata-se de competências também exercidas pelo supervisor mobiliário no âmbito da supervisão prudencial e comportamental. A questão que se coloca é onde se deve fixar o limite da sua actuação, de modo a que se evitem conflitos negativos ou positivos de competência.

É notória a necessidade de articulação de competências entre a CMC e o BNA relativamente às entidades objecto da respectiva supervisão, na medida em que são os intermediários financeiros, consoante os casos, simultaneamente qualificados como empresas de investimento e sociedades financeiras para efeitos de aplicação de regime diferentes.

Deve distinguir-se a natureza específica das actividades de uma mesma instituição para efeitos de delimitação das respectivas competências de supervisão. Assim, se aquela actua enquanto instituição de crédito, compete ao supervisor bancário a sua supervisão prudencial e comportamental, ao passo, se actua enquanto intermediário financeiro, compete ao BNA a supervisão prudencial, e à CMC a supervisão comportamental.

No caso dos fundos de investimento, a competência de supervisão é exclusiva da CMC, na medida em que lhe compete a supervisão prudencial e comportamental. Já relativamente às entidades gestoras a sua supervisão assiste ao BNA. Trata-se pois de duas situações diversas: uma

coisa é a situação financeira da sociedade gestora e outra a do próprio fundo gerido por aquela, dotado de contabilidade própria distinta da contabilidade da entidade gestora.¹²¹

O seu núcleo central reside na vigilância das normas prudenciais e das relativas à actividade das instituições de crédito, o que compreende o poder complementar de emitir recomendações aquando da detecção de irregularidades para além dos poderes sancionatórios. Assim, o âmbito da actuação do BNA articula-se com o da CMC sempre que a instituição de crédito compreenda actividades de intermediação no mercado de valores mobiliários ou quando estão em causa matérias desta área.

5.2 A Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros

O sector segurador é supervisionado, em Angola, pela ARSEG, criada pelo do DP nº 141/13, de 27 de Setembro, ao qual compete a regulação, a supervisão, a fiscalização e o acompanhamento da actividade seguradora, resseguradora, de fundos de pensões e de mediação de seguro e resseguro.

A supervisão da ARSEG incide, genericamente, sobre o cumprimento das normas legais e regulamentares em vigor e, especialmente, sobre os métodos e critérios que são utilizados para calcular as responsabilidades na avaliação dos activos. Com efeito, sendo as provisões técnicas fulcrais para a avaliação da posição financeira de uma empresa de seguros, torna-se particularmente importante a definição das formas de cálculo das responsabilidades e da avaliação dos activos da empresa para que se consiga, através das provisões técnicas, assegurar que a empresa de seguros possa cumprir, na medida daquilo que é razoavelmente previsível, os compromissos que assumiu nos termos dos contratos de seguro que celebrou e através da margem de solvência responder a ocorrências futuras anormais.

Assim, compete ao organismo de supervisão fixar os critérios de valorimetria, a natureza, os limites percentuais, os princípios gerais da congruência e da avaliação dos activos representativos das provisões técnicas e, por outro lado, os critérios de valorimetria dos activos correspondentes à margem de solvência, o cumprimento das normas sobre garantias financeiras,

¹²¹ PINA, Carlos Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, Almedina, Lisboa, 2005, p. 150.

nomeadamente a representação das provisões técnicas e o nível de cobertura da margem de solvência e do fundo de garantia, e a contabilização fiável das operações das empresas de seguros, cujas contas deverão exprimir fielmente a sua situação, o que exige o estabelecimento de regras claras de contabilização que contemplem as particularidades da actividade seguradora.

Os poderes atribuídos à ARSEG no âmbito da actividade de supervisão agrupam-se, de acordo com o artigo 19º do seu estatuto, nas seguintes categorias: (i) poder regulamentar, consubstanciado no facto de, no âmbito das suas atribuições, emitir normas regulamentares de cumprimento obrigatório pelas entidades sujeitas à sua supervisão; (ii) poder de decisão relativamente a aspectos que estejam submetidos à sua autorização, aqui se compreendendo, por exemplo, o poder para apreciar e decidir sobre operações de constituição, cisão e fusão de empresas sujeitas à sua supervisão, para autorizar a exploração de ramos ou modalidades de seguros; (iii) poder de emitir instruções vinculativas, em que se inclui, por exemplo, o poder de emitir instruções para que sejam sanadas irregularidades detectadas em inspecções levadas a cabo no exercício da actividade de supervisão relativas ao cumprimento de disposições legais; (iv) poder de inspecção, em que se inclui, por exemplo, a faculdade de determinar a inspecção das empresas sujeitas à sua supervisão, requerendo-lhes informações pormenorizadas sobre a sua situação e as suas actividades, documentos estatísticos, etc.; e (v) poder sancionatório, que inclui a faculdade de instaurar e instruir processos de contraordenação e de aplicação das respectivas coimas e sanções acessórias.

A ARSEG colabora com outras autoridades nacionais, em especial com a CMC e o BNA, de modo a assegurar os direitos e obrigações de todas as partes intervenientes no sector segurador, com vista a assegurar a eficácia da supervisão global do sistema financeiro, o equilíbrio das contas públicas e a prevenção da ocorrência do risco sistémico.

5.3 O Conselho Nacional de Estabilidade Financeira

Angola, ao longo da sua história financeira, passou por várias crises, tendo lançado mão a ferramentas de prevenção centradas na institucionalização. Num primeiro momento, ao fundo soberano, enquanto instrumento de gestão intergeracional de poupanças baseado nas reservas do

petróleo e que serve, igualmente, como mecanismo de intervenção nas finanças públicas. Face à crise financeira internacional, iniciada no Verão de 2007, o poder executivo concebeu o CNEF.

O CNEF, previsto no artigo 67º da LIF, é um órgão de natureza pública, com independência e autonomia técnica e funcional que tem como finalidade promover mecanismos de cooperação que visem a estabilidade financeira e a prevenção de crises sistémicas no Sistema Financeiro Angolano.

Este órgão é composto pelo Ministro das Finanças, na qualidade de coordenador, pelo Governador do BNA, na qualidade de coordenador adjunto, pelo PCA da CMC, pelo PCA da ARSEG, pelos Membros do Conselho de Administração das três entidades responsáveis pela supervisão prudencial das instituições financeiras.

Não obstante as competências de cada uma das autoridades de supervisão, assim como o respectivo estatuto de independência, não foi o CNEF erigido, pelo menos na actual fase, como uma nova instância de decisão, mas apenas concebido como um fórum de concertação de estratégias no plano da supervisão, visando harmonizar e potenciar o seu exercício.

É da sua competência: identificar, acompanhar e avaliar os riscos para a estabilidade financeira; coordenar o intercâmbio de informação e a actuação dos seus membros, quer em situações de normal funcionamento dos sistemas e dos mercados financeiros, quer em períodos de crise; coordenar e promover a disseminação de informação relativa à política monetária, financeira e fiscais definidas pelos organismos representados no Conselho; debater e propor acções coordenadas de regulação e supervisão macro prudencial; propor mecanismos de prevenção e planos de contingência macro-prudenciais a operacionalizar em períodos de crise; formular recomendações e propor normas regulamentares no âmbito das respectivas competências; concertar a actuação conjunta dos seus membros junto, quer de entidades nacionais, quer de entidades estrangeiras ou organizações internacionais; analisar os princípios e regras emitidos pelos organismos internacionais que velam pela estabilidade financeira e recomendar ao nível nacional a implementação dos mesmos, designadamente nas áreas relacionadas com a supervisão e regulação do sistema financeiro e com a infraestrutura institucional e de mercado; aprovar o seu regimento interno.

Ora, dada as várias vertentes e sensibilidades da supervisão financeira, umas mais dirigidas para a transparência e correcção de actividades, outras mais direccionadas para o equilíbrio prudencial e correcção comportamental, seria aconselhável, por razões de eficácia, mas

também tendo presente os modelos internacionais, repensar o actual modelo. Este deverá ser visto, não tanto como ponto de chegada, mas antes como ponto de partida.

Não obstante, poderá o Conselho aprofundar e dar conteúdo útil ao conceito de *lead supervisor* e, sob o ponto de vista de regulação e supervisão dos mercados financeiros, promover uma abordagem global da protecção dos consumidores dos serviços financeiros, identificar e suprir as lacunas regulamentares existentes, analisar as vantagens da criação de missões de supervisão e inspecção multidisciplinares, e ainda promover de forma integrada a luta contra o branqueamento de capitais.¹²²

5.4 O Governo: Presidente da República e Ministro das Finanças

Além dos organismos de supervisão já referidos, a estrutura institucional da supervisão do mercado de valores mobiliários angolano compreende os poderes de superintendência do Presidente da República (PR) e a tutela do Ministro das Finanças, conforme o disposto no art. 1º do EO.

Ao PR, enquanto titular do poder executivo, compete dirigir os serviços e a actividade da administração directa do Estado, superintender à administração indirecta e exercer a tutela sobre a administração autónoma, conforme o estatuído no artigo 120º alínea d) da CRA¹²³. Neste sentido, é-lhe atribuído o poder de superintender o mercado de valores mobiliários conforme o disposto no artigo 1º nº3 do DP nº 22/12, de 30 de Janeiro, por aplicação do artigo 16º nº 1.

O âmbito de superintendência do PR no mercado de valores mobiliários consiste, de acordo com previsto no artigo 16º n.º 2, na coordenação e fixação de políticas relativas ao mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados, e na coordenação e supervisão quando a competência pertence a mais de uma entidade pública. Trata-se de poderes de orientação, a exercer por via administrativa através de despachos presidenciais (artigo 125º, nº 4, da CRA) e ainda por via legislativa, por tratar-se de matéria de reserva relativa da Assembleia Nacional

¹²² PINA: 2005, p. 175.

¹²³ Sobre os conceitos de administração indirecta, administração autónoma, tutela e superintendência, *vide* AMARAL, Diogo Freitas do, *curso de direito administrativo*, volume I, 2015, 4ª edição, p. 299. SOUSA, Marcelo Rebelo de, *Lições de Direito Administrativo*, I, Lisboa, 1994/95, pp. 283 e ss.

(artigo 165º, nº 1 alínea e) da CRA), e ainda a adopção de medida excepcional de suspensão temporária do mercado em caso de perturbação que ponha grave risco a economia nacional, artigo 16º nº4.

Na verdade, estes poderes atribuídos ao PR no âmbito do mercado de valores mobiliários decorrem dos poderes gerais disciplinares do governo e correspondem ao sentido actual dos poderes de orientação dos mercados financeiros por parte do Governo, a exercer por via legislativa ou administrativa. Porém, a adopção de tais medidas suscita de duas observações breves: por um lado, constitui uma aplicação concreta da figura da intervenção e, por outro, pressupõe um elevado grau de discricionariedade relativamente à concretização do que seja uma situação de “*perturbação que ponha em grave perigo a economia nacional*”, pois não se trata de uma pura avaliação jurídico-formal ou económica, antes pressupõe uma densificação que, ponderados estes aspectos, assente em critérios político-constitucionais passíveis de ser concretizados positivamente apenas pelo poder político.¹²⁴

Em paralelo à superintendência do PR, está a tutela do Ministro das Finanças sobre o mercado dos valores mobiliários Angolano¹²⁵.

Ora, o código dos valores mobiliários prevê a delegação do poder de superintendência pelo titular do poder executivo, artigo 6, nº 3¹²⁶, sem dar resposta a que entidade poderá delegar o referido poder, pelo que na prática o referido poder é atribuído ao Ministério das Finanças, de acordo o disposto no artigo 3º alínea j) do Estatuto Orgânico do Ministério da Finanças.

A lei não esclarece a natureza e a extensão daquele poder em cada caso, ou seja, não clarifica em que situação o Ministério das Finanças deve assegurar o controlo da legalidade e o mérito da gestão da entidade tutelada (tutela) ou intervir (superintender) através da delegação¹²⁷.

¹²⁴ PINA, pp. 146 a 150.

¹²⁵ A figura da tutela administrativa existe como poder de intervenção exclusivo da administração autónoma e é de intervenção cumulativa com o poder de superintendência nos casos de administração indirecta, sendo a superintendência mais forte do que a tutela, porque é preponderantemente de aplicação apriorística, ou seja, de orientação prévia aos objectivos e aos desígnios da gestão da intervencionada. Isto acontece porque a autonomia desta entidade a que se dirige é menor do que a que caracteriza as pessoas colectivas ditas autónomas e independentes do Estado.

¹²⁶ A lei é omissa sobre se se pode delegar no todo ou em parte os poderes de superintendência.

¹²⁷ O mesmo não acontece no mercado dos seguros, em que, a título exemplificativo, o art. 3º do seu Estatuto Orgânico define os poderes de superintendência: nomeação e exoneração dos membros do conselho de

É exigível uma prévia determinação legal da sua aplicação, uma vez que ambos os poderes se traduzem numa amputação ou numa limitação dos direitos de uma pessoa colectiva.

O que importa reter nesta relação é a importância do governo como parceiro da CMC na dinamização do mercado de valores mobiliários através de políticas de privatização, no reforço de um ambiente favorável à competitividade das empresas, eliminando barreiras de desinvestimento, na introdução de políticas de redução da carga fiscal sobre o mercado e na simplificação de processos administrativos, num regime fiscal que favoreça a oferta e na procura de títulos no mercado acionista. Exige-se para tal uma visão sistémica. Porém, dado o contexto histórico do poder político em Angola, há necessidade de se criar uma estrutura que facilite uma visão correcta desta relação.

IV-ORGANIZAÇÃO ADMINISTRATIVA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIO ANGOLANO

1. Enquadramento

A administração pública do Estado moderno conhece uma metamorfose na sua configuração com o declínio do Estado-providência e a subsequente opção pelo Estado pela regulação sectorial, o que possibilita, no sistema financeiro, maior liberdade de actuação dos agentes económicos e ao mesmo tempo uma intervenção estatal decrescente (o Estado deixa de ser proprietário de diversas instituições financeiras e das próprias bolsas). A isto acrescem as inovações tecnológicas (sobretudo no domínio da informática e das telecomunicações, que incrementam a eficiência e a rapidez no tratamento e difusão da informação e a redução substancial do seu custo) e jurídicas (o florescimento dos instrumentos derivados e a criação de novos valores mobiliários).

Este progresso no sistema financeiro, em concreto no mercado de valores mobiliários, traz vantagens, mas ao mesmo tempo é fonte de riscos: aparecimento de intermediários sem estrutura financeira suficiente, prestadores de serviços financeiros sem escrúpulos, pondo em causa a integridade do mercado, investidores desconhecedores da complexidade de certos produtos, suficientemente informados sobre as operações que lhes são propostas, intermediários financeiros que procuram tirar partido da descoordenação entre os vários sistemas jurídicos e diversidades de supervisão.¹²⁸

Em consequência, temos um sector financeiro frágil, exposto a elevadas flutuações psicológicas, associadas à quebra ou excesso de confiança. Surge assim a regulação como recurso de estabelecimento de barreiras à entrada no mercado e de normas de conduta para o exercício da actividade, para rever os riscos, e fixar o perímetro e os níveis que são objecto de regulação específica, bem como as práticas de supervisão aplicáveis, considerando-se que a estabilidade das

¹²⁸ PEREIRA, José Nunes. *Regulação e supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários e das Empresas de Investimento: Alguns problemas actuais*. Disponível em: https://digitalis-dsp.uc.pt/bitstream/10316.2/26227/1/BoletimXL_Artigo2.pdf?ln=pt-pt (09/11/2016)

instituições e do sistema financeiro constitui um bem público¹²⁹ que tem de ser assegurado através de regras e quadros institucionais que se materializem nas práticas da indústria, dada a relevância deste sector no financiamento da economia.

A CMC, entidade pública encarregue de assegurar a estabilidade das trocas e a segurança das transações através da regulação e supervisão do mercado de valores mobiliário Angolano, tem no seu leque de atribuições e competências instrumentos para fazer face a estas situações. Porém, não basta dispor de um quadro consistente de instrumentos de natureza correctiva e preventiva, são necessários instrumentos para fazer face a eventuais casos de perturbação grave nas condições normais de funcionamento da instituição e de modo a evitar a propagação no sistema.

É por esta razão que se abordam, em sede deste cap., para além das atribuições e competências do supervisor mobiliário angolano, as questões da sua natureza jurídica e da sua independência, sem se prescindir da análise do quadro regulamentar e supervisão e dos instrumentos repressivos em relação ao contexto económico-financeiro Angolano.

2. Atribuições

A CMC, enquanto órgão que administra o mercado de valores mobiliários, é responsável pela regulação, supervisão, fiscalização e promoção do mercado e das actividades que envolvem todos agentes que aí intervêm directa ou indirectamente no mercado (artigo 4º do EO).

Através do Conselho de Administração, propõe a política geral da CMC, aprova os regulamentos internos e a respectiva organização interna e funcional, aprova regulamentos e outros actos normativos cuja competência tenha sido conferida por lei, elabora o plano anual de actividade e o orçamento, submetidos à aprovação do Ministro das Finanças, arrecada receitas e autoriza a realização de despesas, deduz acusação ou prática actos análogos que imputem os

¹²⁹ SOUSA FRANCO, António de, e CABO, Sérgio Gonçalves, *O financiamento da regulação e supervisão do Mercado de Valores Mobiliários*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Vol. V, Direito Público e Vária, Almedina, Lisboa, 2003, p. 446. “Defendem que a regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários constitui um bem semi-público, cuja utilidade se projecta na esfera concreta de todos quanto beneficiam da regulamentação, fiscalização, supervisão e promoção dos mercados de valores mobiliários”.

factos ao arguido e aplica multas e sanções acessórias em processo de contravenção, transgressão ou outras sanções cuja aplicação se enquadra no âmbito das atribuições da CMC, aprova abertura de processos preliminares de averiguação sobre crimes contra o mercado e o seu encerramento, aprova recomendações genéricas dirigidas à categoria de entidades sujeitas à sua supervisão e pareceres genéricos sobre questões relevantes que lhes sejam colocados por escrito (artigo 19º do EO).

Isto para além de assessorar o Executivo e o Ministro das Finanças em todas as matérias relacionadas com os mercados de capitais (artigo 4º, 2 do EO) e assegurar a cooperação com autoridades congéneres de outros Estados e participação em organizações internacionais relacionadas com o mercado de capitais (artigo 6º, do EO).

Na prossecução das suas atribuições de promoção e desenvolvimento do mercado, incumbe à CMC, de acordo com o previsto no artigo 5º do EO, contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais e, em especial, desenvolver, incentivar ou patrocinar, por si própria ou em colaboração com outras entidades, estudos publicações, acções de formações e outras iniciativas semelhantes, destinadas, nomeadamente:

- a) Estimular a aplicação da poupança em valores mobiliários, a inclusão e a educação financeira;
- b) Fomentar a expansão ordenada e a integração do mercado de capitais e o constante aperfeiçoamento e modernização das suas estruturas e sistemas operacionais, práticas comerciais, eficiência, transparência e credibilidade;
- c) Difundir e esclarecer junto de todos os agentes que no mercado intervêm, as normas legais, regulamentares, deontológicas, operacionais e técnicas que regem a estrutura e funcionamento dos mercados referidos.

A CMC exerce as suas actividades em vastas áreas do sector financeiro, é responsável pela supervisão dos mercados regulamentados, das ofertas públicas relativas a valores mobiliários, da compensação e da liquidação de operações, dos sistemas de valores mobiliários e das entidades por elas supervisionadas (artigo 17º alínea a)). São-lhe ainda atribuídos a regulação do mercado de valores mobiliários e dos instrumentos derivados, das ofertas públicas relativas a valores mobiliários, das actividades exercidas pelas entidades sujeitas à supervisão, e de outras matérias previstas no CVM e em legislação complementar (alínea b)).

A actividade de supervisão circunscreve-se a: entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistema de liquidação, de câmara de compensação ou contraparte central e de sistemas centralizados de valores mobiliários; agentes de intermediação, consultores para investimentos, analistas financeiros autónomos; emitentes de valores mobiliários; investidores institucionais (instituições financeiras bancárias, instituições financeiras não bancárias ligadas ao mercado de capitais e ao investimento, instituições financeiras não bancárias ligadas à moeda e ao crédito, instituições financeiras não bancárias ligadas à actividade seguradora e previdência social; instituições financeiras autorizadas ou reguladas no estrangeiro que estejam sujeitas a um regime análogo); titulares de participações qualificadas; auditores e sociedades de notações de riscos e de mais entidades previstas no artigo 23º.

3. Composição orgânica

O estatuto orgânico da CMC prevê no artigo 7º uma estrutura orgânica composta por um Presidente, Conselho de Administração, Conselho Consultivo e o Conselho Fiscal, o que é diferente em relação à estrutura anterior, que previa apenas os três últimos órgãos (artigo 12º do DL nº 9/05, de 18 de Março).

O presidente da CMC é um órgão singular com mandato de cinco anos renovável por igual período (artigo 8º do EO), sendo nomeado pelo titular do poder executivo sob proposta do Ministro das Finanças (artigo 9º, 1 do EO). Entre as suas competências destacam-se representar a CMC, convocar e presidir aos conselhos de administração e conselho consultivo, encarregar-se da gestão diária (artigo 10º do EO). Trata-se de um órgão autónomo que, no nosso entender, tem competências muito similares às do presidente do conselho de administração da anterior estrutura orgânica.

Tal como o presidente da CMC, os membros do conselho de administração são nomeados pelo titular do poder executivo, sob proposta do Ministro das Finanças, recebendo um mandato de cinco anos renovável por igual período (artigos 16º e 17º do EO). O conselho de administração é composto pelo presidente da CMC, que o preside, e quatro ou seis administradores.

O Conselho Consultivo é o órgão de consulta e assessoria multisectorial do conselho de administração e tem como objectivos pronunciar-se sobre assuntos que lhe sejam submetido pelo

conselho de administração, pronunciar-se sobre as propostas de política do executivo relativas ao mercado de capitais ou que tenham grande influência sobre o mesmo, apreciar a situação e a evolução do Mercado de Capitais, aconselhar o conselho de administração sobre as actividades a desenvolver no âmbito das funções da CMC (artigo 23º). É composto pelo presidente da CMC, director da Unidade de Gestão da dívida pública, por um membro do conselho de administração do BNA, por um membro do órgão de gestão da ARSEG, pelo presidente da Associação Angolana de Bancos, pelo presidente do conselho de administração da sociedade gestora do principal mercado regulamentado, pelos representantes dos intermediários financeiros, pelo representante das entidades gestoras dos organismos colectivos de investimento público, pelo representante das entidades emitentes, pelo representante do fundo de pensões, pelo representante dos profissionais de auditoria e contabilidade e pelo representante do instituto nacional de defesa do consumidor (artigo 24º).

O conselho fiscal é composto por um presidente e por dois vogais nomeados pelo Ministro das Finanças, sendo um deles auditor registado na entidade representativa dos contabilistas e peritos contabilistas.

4. A natureza jurídica da CMC

Mas que entidade é esta com atribuições quase legislativas, executivas e até judiciais, com limitação temporal do mandato do presidente e dos membros do conselho de administração, que surge no modelo administrativo Angolano? Estaremos diante de um órgão de administração directa, indirecta ou autónoma, ou ainda diante da mais recente autoridade administrativa independente?¹³⁰

¹³⁰ Com o declínio do Estado-providência e a subsequente confiança a entidades privadas da prossecução de algumas tarefas que o Estado assumia como suas num passado recente, houve a necessidade dos governos de criarem estruturas organizatórias do exercício das novas funções do Estado, agora denominado de regulador. Com o aparecimento destas, a classificação tripartida que identifica a administração directa, indirecta e autónoma como sectores fundamentais da administração pública deixou de enquadrar dogmaticamente a totalidade das estruturas organizatórias que integram a administração pública dos estados modernos. DICCIONARIO JURÍDICO DA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, 3º Suplemento, Coimbra editora, Coimbra, 2007, pp. 17 a 21.

Para dar resposta a esta questão, recorreremos aos ensinamentos de direito administrativo, no qual se verifica que os critérios de distinção dos três modelos tradicionais de organização administrativa Estadual residem no facto de termos, no primeiro, vínculo hierárquico, no segundo, relação de tutela, e, no terceiro, reconhecimento do poder de certas comunidades com dimensões mais restritas para administrarem os seus próprios interesses sem sujeição à hierarquia ou superintendência do governo e com legitimidade democrática.¹³¹

A par destes, surgem as denominadas entidades administrativas independentes,¹³² “instâncias administrativas situadas fora da órbita do Governo, de um departamento ministerial ou dos seus delegados, e que recebem do Estado a missão de efectuar a regulação de um determinado sector da vida em sociedade, no interface da sociedade civil e do poder político”.¹³³

Ocorre na doutrina divergência sobre a inclusão de determinadas instituições como autoridades administrativas independentes. Contudo existe consenso sobre os atributos mínimos que a generalidade integram na definição de autoridade administrativa independente.

Assim, sob ponto de vista subjectivo trata-se de uma instância de natureza pública, que pode revestir carácter personalizado ou assumir a natureza de um simples órgão de uma pessoa colectiva, prossequindo os fins ou as tarefas fundamentais do Estado, constituída através de uma norma jurídico-publica, que poderá revestir natureza constitucional ou legal; do ponto de vista objectivo são chamada a exercício de funções administrativas, no que concerne a natureza da relação jurídica com os órgãos do poder político, nomeadamente com os órgãos de soberania, observa-se que a mesma caracteriza-se por uma ausência de vínculo e sujeição da primeira em

¹³¹ Para melhor compreensão dos conceitos: AMARAL, Diogo Freitas do, *Curso de Direito Administrativo*, Vol. I, Almedina, Maio de 2003, pp. 211 a 577; CORREIA, J. M. Sérvulo, *Noções de Direito Administrativo*, Editora Danúbio, Lda, 1982, pp. 144 a 161.

¹³² Apesar dos traços específicos que apresentam, as autoridades administrativas independentes são com alguma frequência qualificadas pelos tratadistas do Direito Administrativo como uma figura excepcional no âmbito da administração directa do Estado. Entre eles: Freitas do Amaral e Paulo Otero.

¹³³ Definição de J.L., *Queremonne em Láppareil administratif de l'état*, Paris, citado por Vital Moreira, p. 127; Freitas do Amaral, *Direito Administrativo*, 1994, pp. 301 e ss.

relação a segunda, seja no âmbito de exercício das suas competências, seja quanto ao estatuto dos seus titulares.¹³⁴

Este modelo tem pontos comuns com a intervenção indirecta do Estado na economia¹³⁵, mas distingue-se dela pela sua finalidade e função¹³⁶, uma vez que se trata do controlo estatal sobre a actividade económica privada levada a cabo por entidades dotadas de acentuado grau de independência face ao Governo no intuito de corrigir a deficiência do mercado, aspecto que não se verifica na intervenção indirecta do Estado¹³⁷.

Ora, o processo de reforma do quadro jurídico económico e do sistema financeiro Angolano, iniciado em 1992, dadas as mutações político-sociais e económicas, reconfigurou o papel do Estado na actividade económica e financeira, de forma mais acentuada na CRA, aprovada em 2010, com a intervenção do Estado plasmada nos artigos 89º, 99º e 100º da CRA, reconhecendo-se, no artigo 199º nº 3 da CRA, a criação por lei de instituições e entidades administrativas independentes, mas sem definir a estrutura e o modelo de organização¹³⁸. Apresenta-se a Comissão Nacional Eleitoral (CNE) como entidade independente (artigo 107º), conferindo de forma clara o artigo 4º da Lei 12/12, de 13 de Abril (Lei Orgânica sobre a Organização e Funcionamento da CNE), o estatuto de “*órgão independente que não integra a administração directa nem indirecta do Estado*”.

¹³⁴ Cfr. MORAIS, Carlos Blanco de, *As Autoridades Administrativas Independentes na Ordem Jurídica Portuguesa*, Separata da Revista da Ordem dos advogados, Ano 61, I, Lisboa de 2001, p. 103. Na mesma ordem Diogo Freitas do Amaral, Marcelo Rebelo de Sousa, Paulo Otero, Vital Moreira.

¹³⁵ SANCHES, José Luís Saldanha, *A regulação: história breve de um conceito*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, ano 60, Lisboa, 2000, p. 5.

¹³⁶ De acordo com MOREIRA, 1997, p. 39, “é hoje corrente a distinção entre «regulação económica» e «regulação social». A distinção baseia-se no objecto e nas finalidades da regulação.

¹³⁷ Corresponde a um modelo administrativo, baseado no governo pelos peritos, que cresceu em meados dos anos 20 do século passado nos EUA, teorizado pelo *Progressive Mouvement* na tentativa de afastar a partidarização do Executivo, acompanhado pelos *New Dealers* na luta contra os malefícios decorrentes do mercado regulado. A falta de intervenção pública na sociedade e na economia, a fraca aparelhagem administrativo-burocrático e legislativa, os resultados depressivos e anti-concorrencias inerentes às “falhas de mercado” e a intervenção regulatória demasiado conservadora do Supremo Tribunal Federal norte americano revelaram a necessidade de um novo modelo burocrático. CATARINO, 2009.

¹³⁸ Para se dar cumprimento à lei fundamental, dever-se-á estatuir, através de uma Lei Quadro, as características fundamentais das entidades administrativas independentes no ordenamento jurídico Angolano.

A carta magna define a administração eleitoral quanto à sua natureza como entidade administrativa independente, pelo que esta é reforçada a sua independência face ao poder político pela lei orgânica¹³⁹. Em contraponto, as disposições normativas da CMC não definem de forma clara entidades administrativas independentes, e não há diploma legal que, ao abrigo do aludido artigo 199º, 3 da CRA, estátua as suas características.

Diante deste quadro, e por exclusão de partes (referimo-nos aos modelos tradicionais de organização administrativa), procuramos analisar os critérios apontados pela doutrina para a classificação de entidades administrativas independentes.¹⁴⁰

Aponta-se no primeiro EO da CMC, como motivo da institucionalização, a necessidade de recurso para o financiamento do crescimento e desenvolvimento económicos num momento de recuperação da economia do país.¹⁴¹

Desde a sua institucionalização através da Lei 13/05, de 30 de Setembro, surge como pessoa colectiva de direito público, com património próprio, autonomia administrativa e financeira, evoluindo o seu quadro jurídico actual no sentido de acrescentar-se à autonomia administrativa e financeira a independência na prossecução das suas atribuições, tal como recomendam os princípios da IOSCO.¹⁴² Enuncia o EO, que está na base do novo estatuto, o seguinte:

“O desejo de participação activa da CMC em estruturas internacionais, é o caso da IOSC, bem como os objectivos e princípios da regulação dos valores mobiliários aprovados no

¹³⁹ Neste sentido: CARDOSO, Joséé Lucas, *As Entidades Administrativas e a Constituição: Contributo para o Estudo da gênese, caracterização e enquadramento constitucional da administração independente*, Coimbra editora, Coimbra, 2002, p. 293. Sugere a qualificação de entidade administrativa “forte”, no sentido de considerar que esta autoridade tem força para proceder à restrição do exercício de um direito fundamental constitucionalmente consagrado.

¹⁴⁰ MOREIRA, Vital, *Administração autónoma e associações públicas*, Coimbra editora, Coimbra, 1997, pp 126 ss. *Auto-Regulação Profissional e Administração Publica*, Almedina, 1997.

¹⁴¹ Conforme referido no I capítulo o governo, volvidos três anos após o longo período de conflito armado, numa tentativa de recuperação do sector não petrolífero da economia, priorizou questões de estabilização macroeconómica, servindo o sistema financeiro como base deste “novo tempo”.

¹⁴² Nota-se que esta imposição não resulta apenas na área mobiliária. Para a banca e seguros: G10 BASLE, *Core Principles, 1; International Association Of Insurance Supervisors, Insurance Core Principles 3; Committee Of European Insurance And Occupational Pension Supervisors, Recommendation on Independence and Accountability* (2006).

seio do organismo internacional da comissão de valores; por outra, dadas as exigências de independência na prossecução pela CMC das respectivas atribuições e os poderes que são conferidos à Comissão de Mercado de Capitais pelo regime jurídico basilar do mercado de capitais e dada a necessidade de se ajustar a estrutura orgânica da CMC, tornando-a mais compatível internacionalmente, moderna, operante e com maior facilidade de adaptação as novas exigências do sistema financeiro”.

O que ao nosso ver, não pode ser classificada como “instituto público do sector económico que exerce as funções de supervisão no quadro da administração indirecta do Estado”, conforme FRANCISCO MARIO¹⁴³. Aliás, o EO da CMC de forma expressa afasta no artigo 3º a aplicação do DL nº 9/03, de 28 de Outubro (Regime dos Institutos Públicos).

Trata-se de um organismo criada por norma jurídica publica que reveste a natureza legal. Do ponto de vista subjectivo exerce função administrativa, munidas com poderes deliberativos ou decisórios, dos quais resulte a aprovação de pareceres vinculativos, de actos administrativos e de regulamentos dotados de eficácia externa. Não se encontra subordinada a direção hierárquica do governo conforme já nos debatemos.

Assim quanto às circunstâncias, ou seja, fundamento e classificação legal, entendemos que este órgão é uma autoridade administrativa independente criada nos termos do artigo 199º, 3 da CRA, resultado da evolução económica e da reconfiguração do papel Estado, mas sobretudo da influência de organizações internacionais (no caso, da IOSCO) que redesenhou o modelo e as competências desta entidade¹⁴⁴. Do ponto de vista subjectivo, aparece como uma instância de natureza pública e que reveste carácter personalizado, tendo sido criada por norma jurídico-pública. Sob o ponto de vista objectivo, exerce função especial, de regulação, supervisão, fiscalização e promoção do mercado de valores mobiliários.

¹⁴³ MARIO, Francisco, *Supervisão bancária no Sistema financeiro Angolano*, Revista de Concorrência e Regulação, ano V-VI, Almedina, Lisboa, Abril de 2016, p 272.

¹⁴⁴ Não podemos entender este movimento como a concretização de uma política reformadora da estrutura orgânica da administração pública em Angola, muito pelo contrário, ele desenvolve-se motivado pela adesão a modelos importados e à preocupação de consagrar soluções que se revelam potencialmente mais eficientes e eficazes em termos de prossecução de interesses públicos diferenciados.

Importa, neste sentido, analisar a independência enquanto característica constitutiva e, simultaneamente, distintiva das denominadas entidades administrativas independentes em relação a outras pessoas colectivas públicas.

5. A CMC, uma entidade administrativa independente?

Atendendo à conclusão do ponto anterior, e de modo à responder a pergunta que dá título a este ponto, interessa-nos a análise do rácio do IOSCO na “imposição” do critério de independência na supervisão mobiliária, e de seguida a análise dos elementos legitimadores da independência dentro do nosso quadro jurídico-legal.

De acordo com os princípios do IOSCO, o regulador deve ser operacionalmente independente e responsável durante o exercício das suas funções e poderes. Sem essa independência, os investidores e os outros participantes no mercado poderão duvidar da objectividade e imparcialidade do regulador, o que tem efeitos nocivos para a integridade do mercado.

O objectivo é que a intervenção reguladora seja realizada por uma administração capaz; num sector onde se impõe uma especialização técnica e uma agilidade de actuação para corresponder ao interesse publico em causa, que por distintas razões não se consegue através da administração pública tradicional.¹⁴⁵

Na verdade, o que se procura é evitar a captura regulatória, definida como o processo pelo qual um grupo de interesses – empresas, consumidores ou trabalhadores – intenta influenciar a vontade de uma entidade decisora ou supervisora de determinado sector regulado com vista à obtenção de benefícios próprios que se podem traduzir, em geral, na captura de uma renda económica, e que pode dar origem à redução da eficiência económica e do bem-estar social.¹⁴⁶

É neste contexto que se procura garantir a independência do regulador, o que significa a tradução dos seus interesses e preferências em acções (enquanto autoridade reguladora), sem

¹⁴⁵ CONFRARIA, João, Estudos de Regulação Publica II: *Estado Regulador, Regulação Independente e a Lei Quadro*, 1ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, Maio de 2015, p. 362 à 365

¹⁴⁶ Cfr. GONÇALVES, Ricardo Miguel Pereira, *A captura Regulatória: Uma abordagem introdutória*, CEDIPRE ONLINE, 25 de Setembro de 2014.

constrangimentos externos, na interacção com os entes que se relacionam (públicos ou privados), sendo consensual a abordagem do conceito de independência em sentido formal e de facto, é sob este ângulo que procuraremos conferir a independência da CMC.¹⁴⁷

5.1 Independência formal

Por independência formal, entende-se o nível de protecção conferido pelas normas legais ou estatutárias que regem as autoridades reguladora de modo a impedir quaisquer instruções, ameaças, pressões ou outros incentivos. Nesta vertente, a independência manifesta-se na autonomia administrativa, institucional e financeira perante o poder político e os administrados¹⁴⁸. É assim descrito no artigo 1º, nº 1, do EO. Importa, pois, fazer a análise destes elementos.

a) **Autonomia administrativa**

A autonomia administrativa, enquanto parte da independência formal, remete-nos para os regimes das nomeações, de incompatibilidade de acumulação de cargos, do exercício de actividades que envolvam interesses conexos com as suas atribuições e competências.

De acordo o disposto no artigo 9º, 1 e 16º, 1 do EO, o Presidente e os membros do conselho de administração da CMC são nomeados pelo Titular do Poder Executivo, sob proposta do Ministro das Finanças. Resulta deste preceito a questão sobre se é possível garantir a independência deste órgão face aos interesses do poder político ou dos administrados.

O poder de propor a nomeação, exercido pelo Ministro das Finanças, culmina com a nomeação pelo PR no exercício da superintendência. Como se disse, quando se abordou a relação do CMC com o Governo, a superintendência exercida pelo PR no âmbito do mercado de valores mobiliários resulta de poderes normais conferidos ao governo, o que na prática significa tratar-se

¹⁴⁷ Cfr. GILARDI, Fabrizio e MAGGETTI, Martino, “*The Independence of Regulatory Authorities*”, in *Handbook on the Politics of Regulation* (org. LEVI-FAUR, David), Novembro, 2010. disponível em: http://www.fabriziogilardi.org/resources/papers/gilardi_maggetti_handbook.pdf

¹⁴⁸ Vide: Gonçalves, Pedro Costa, Martins, Licínio Lopes, *Estudos de Regulação Pública II: Nótulas Sobre o Novo Regime das Entidades Independentes de Regulação da Actividade Económica*, 1ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, Maio de 2015, p. 343

da tutela, e esta não permite intromissões na concreta esfera decisória da autoridade de supervisão, limitando-se apenas a receber instruções genéricas do governo relacionadas com a política financeira.

Por outro lado, o legislador delimita nos artigos 9º, 2 e 16º, 2, ambos do EO, como critério de nomeação, “*reconhecida capacidade técnica da matéria mobiliária*”, o que não obsta, p. e., que o critério atendido, para além da competência técnica, seja de índole pessoal (partido político, religião ou origem étnica), uma vez que não existe qualquer previsão legal de impedimento relativa a estes critérios. Em linha com as exigências de imparcialidade, o estatuto da CMC deve ser claro quanto aos requisitos objectivos e às condições prévias de nomeação dos dirigentes, que devem assentar numa reconhecida formação técnica no sector e numa especial idoneidade, independência política e preferencialmente em procedimentos concursais.

Relativamente ao mandato, dispõem os artigos 8º e 17º do EO que o PCA e os membros do conselho de administração exercem um mandato de cinco anos, renovável por igual período. Ora, nas várias abordagens desta temática, tem-se pugnado pela não renovação de mandatos, de modo a evitar a patrimonialização do lugar ou a assunção do cargo “propriedade”. Interessa aqui, p. e., a solução adoptada pelo legislador Português, a recondução do cargo sujeito a aprovação do Conselho de Ministros com parecer do Parlamento.

O artigo 22º nº 2 do EO prevê o impedimento dos membros do conselho de administração de exercer qualquer outra função pública ou actividade profissional, de realizar por conta própria ou no interesse de terceiros quaisquer operações sobre instrumentos financeiros no período de exercício das referidas funções, exigindo-se dedicação exclusiva ao mandato, de modo a evitar “confusão” pessoal ou orgânica entre o supervisor mobiliário e os regulados.

O legislador é omissos em relação à questão de inamovibilidade, apesar da sua importância no reforço da imparcialidade da actuação das autoridades administrativas independentes, neste caso, perante os órgãos de soberania, trata-se de um mecanismo adequado para impedir efectivamente a instrumentalização de uma estrutura administrativa pelos órgãos políticos, por permitir aos titulares das autoridades a necessária liberdade para decidirem sem que sobre eles

paire o espectro da ameaça de demissão no caso de proferirem decisões consideradas incorrectas ou politicamente inconvenientes pelo poder político.¹⁴⁹

Ainda no âmbito da autonomia administrativa, a CMC é autónoma na contratação de novos funcionários, aplicando-se a esta entidade o regime do contrato individual de trabalho (artigo 35º), tendo em atenção o facto deste regime contribuir para a viabilização da contratação de pessoal qualificado.¹⁵⁰ De notar que, neste processo, não são preteridos os princípios gerais de direito público (procedimento concursal que verta o princípio da publicitação da oferta, da igualdade de condições e de oportunidade, da admissão regida pelo princípio do mérito, da transparência de procedimentos, da fundamentação da decisão final e da possibilidade de reclamação ou de recurso).

b) Autonomia institucional

A CMC é a entidade que, em Angola, tem poderes exclusivos de supervisão, regulação e sancionamento do mercado de valores mobiliários (artigo 4º do EO), sem necessitar de qualquer consulta prévia e sem estar sujeita à revogação dos seus actos (regulamentos, pareceres e recomendações) por um outro organismo público, a não ser pela impugnação judicial, verificando-se a ausência de ordens e instruções e mesmo directivas vinculantes, assim como do controlo de mérito ou da obrigatoriedade da prestação de contas em relação à orientação definida. Daí que não se lhe aplique a Lei dos Institutos Públicos, conforme o disposto no artigo 3º do EO.

Deste modo, é acautelada a existência de ordens, instruções ou orientações externas em relação à conduta regulatória prosseguida pela CMC, imunizando-a de considerações e interesses de outra ordem que não daqueles que se circunscrevem à prossecução das atribuições legalmente confiadas a esta entidade, apesar de esta se encontrar limitada pelos poderes de aprovação prévia do plano anual de actividade e do orçamento pelo Ministro das Finanças (artigo 19º, alínea d) do

¹⁴⁹ Esta estrutura organizatória é inspirada na organização judiciária. Nas palavras de CARDOSO, José Lucas, constitui o único mecanismo adequado a impedir tal interferência. In *As Autoridades Administrativas Independentes e Constituição*, Coimbra Editora: 2002, p. 386.

¹⁵⁰ O que significa que, na prática, os reguladores devem ter um nível técnico pelo menos igual ao das empresas reguladas, para isso é importante que se garanta competitividade salarial entre o regulador e as empresas reguladas para especialidades técnicas e para níveis de direcção ou de chefia de serviços equivalentes.

EO) e pela fiscalização do Tribunal de Contas através da submissão dos relatórios da actividade desenvolvida (artigo 19º, alínea e)).

c) Autonomia financeira

Justifica-se o autofinanciamento do supervisor mobiliário por duas ordens de razões. A primeira prende-se com a concretização dos objectivos constitucionais em matéria da igualdade de repartição dos encargos públicos, perpetuando-se a necessidade de impor o pagamento de uma taxa aos que directamente aproveitam dos benefícios gerados pela actividade deste órgão público, retirando a utilidade concreta deles. A segunda tem que ver com a procura de garantir a independência de actuação deste órgão e concomitantemente a integridade e a credibilidade do mercado¹⁵¹.

Neste sentido, constituem receitas da CMC, de acordo com o previsto no artigo 33º, nº 1 do EO, as seguintes:

- _ Taxas devidas pelas sociedades gestoras de mercados regulamentados e de sistema de compensação e liquidação;
- _ Taxas devidas pelos serviços de registo e autorização exercidos pela CMC;
- _ Taxas devidas pelos destinatários de quaisquer actos ou factos praticados pela CMC, nos termos legalmente previstos;
- _ Taxas devidas pelas entidades sujeitas à jurisdição da CMC, em contrapartida dos serviços por esta prestado;
- _ Taxas devidas por quem preste informação ao mercado, em contrapartida da supervisão dessa informação, ou, se aplicável, da divulgação da mesma por parte da CMC;
- _ Taxas devidas por quaisquer outras pessoas ou entidades, em contrapartida de quaisquer outros actos praticados ou serviços prestados pela CMC;
- _ As transferências do OGE;
- _ Receitas provenientes da venda ou assinatura de boletim da CMC e de quaisquer estudos, obras, ou outras edições da sua responsabilidade;
- _ Receitas provenientes de quaisquer eventos organizados pela CMC;

¹⁵¹ SOUSA FRANCO, 2003, pp 445 e ss.

_O produto de alienação, ou cedência, a qualquer título de direitos integrantes do seu património, receitas decorrentes de aplicações financeiras dos seus recursos;

_ As comparticipações, subsídios, ou donativos que lhe sejam atribuídos por quaisquer entidades nacionais ou estrangeiras;

_ As custas de processos de contravenções, transgressão.

De acordo com o disposto no artigo 484º, o produto de 10% das multas aplicadas às transgressões resultantes da violação das normas do código mobiliário reverte a favor do Estado, através da conta única do Tesouro Nacional; o valor remanescente reverte a favor do orçamento da CMC.

Os preços das publicações, ou da assinatura de boletim, dos estudos e obras são fixados livremente pelo conselho de administração. As taxas, quando não definidas por lei, são definidas por decreto executivo do Ministro das Finanças, sob proposta da CMC, artigo 33º, 2 e 3.

O orçamento da CMC é elaborado e executado em obediência aos termos previstos para as Unidades Orçamentais. A gestão financeira rege-se pelas regras relativas às Unidades Orçamentais e de forma subsidiária pelo regime jurídico aplicável às entidades pertencentes ao sector empresarial público. A gestão patrimonial e financeira rege-se segundo os princípios de direito privado (artigo 32º, 1, 2 e 3). A contabilidade é elaborada de acordo com o regime da contabilidade pública, sem prejuízo da possibilidade de elaboração de acordo ao plano geral de contabilidade empresarial (artigo 32º, 6).

Diante do exposto, observa-se que a CMC é um órgão com regime próprio de autonomia dos seus titulares e do seu funcionamento frente aos demais poderes estaduais, com acentuada imparcialidade e neutralidade e uma autonomia organizativa e financeira, ainda que beliscada em algumas disposições pelo poder Executivo.

5.2 Independência de facto

Num outro prisma, encontramos a independência de facto, que se consubstancia na capacidade dos reguladores tomarem decisões sem receberem ou agirem com base em instruções, ameaças, pressões ou incentivos de políticos eleitos ou de empresas reguladas, ou de no processo

de decisão tomarem em consideração os interesses privados das entidades reguladas que sairão prejudicados por essas decisões.

Na verdade, o que se procura aqui é aferir o grau de independência na gestão do quotidiano da acção reguladora na sua relação com políticos eleitos (porta giratória, contactos, influência no orçamento, influência na organização interna, partidarização/politização das nomeações, vulnerabilidade política, influência sobre a regulamentação, fiscalização e poder sancionatório) e pelos regulados (porta giratória, contactos, orçamento adequado, organização interna adequada, actividade profissional de membros do conselho de administração e titulares de cargo de direcção e assimetria de informação).

Esta acepção de independência é também veiculada pelo regime normativo. No exercício permanente da actividade de supervisão, manifesta-se na aptidão para desenvolver por si processos decisórios e investigativos que não dependam dos administrados e na vinculação do princípio da imparcialidade, pressupondo-se a “coragem” da tomada de decisões difíceis e a capacidade de suportar pressões dos participantes do mercado evitando a captura pelos regulados¹⁵².

Ora, a história de Angola pode ser um contrapeso, se quisermos equilibrar a independência de facto da CMC no concernente à relação deste órgão com o poder político. Num país historicamente marcado por um longo período de conflito armado, com a consequência da escassez de recursos humanos tecnicamente qualificados, o mesmo partido político a governar desde a independência, é inevitável partidarização das instituições (aliás, é curioso que num recente artigo do *Jornal Expansão* se afirme que a banca Angola é dominada pelo Estado e por uma elite composta por governantes no activo, ex-governantes, generais, políticos e empresários do MPLA e respectivos familiares¹⁵³), num país em que se nomeou recentemente o ex-PCA da CMC para o cargo de Ministro das Finanças, verifica-se que membros de governo integram os quadros do supervisor mobiliário, assim como o inverso.

Um outro factor perturbador da independência decorre da “captura intelectual”, fenómeno concomitante à captura por parte de indivíduos que funcionam dentro do mesmo círculo profissional, social e sectorial. Estes indivíduos transitam entre o sector privado e o sector

¹⁵² CAMARA, 2009.

¹⁵³ CARVALHO, Carlos Rosado de (2016) “Acabem com os conflitos de interesse na banca se querem ser respeitado” *Jornal Expansão*, 14/10/2016.

público. As suas ligações a pessoas, a informação de que dispõem (e a consequente influência), a sua socialização determinam uma formação cultural e homogenia, cujos membros rondam entre diversas empresas e o sector público.¹⁵⁴

Impõe-se a consagração de mecanismos permanentes de alerta e controlo que afastem as tendências corporativas e a opacidade, criando mecanismos formais (publicação de relatórios e estatísticas, de comparência perante comités parlamentares de controlo), ou informais (*briefing*, notícias, debates, entrevistas), que podem ser concentrados (auditoria externa, aprovação do orçamento ou de actos concretos pelo Governo, fiscalização pelo Tribunal de Contas) ou difusos (perante Sociedades).

Deve igualmente estender-se, após a cessação de mandato, um período de tempo determinado, de modo a evitar-se que os titulares dos órgãos e dirigentes assumam como seus os interesses alheios, deixando o supervisor para trabalhar para os regulados e vice-versa.

Nestes termos, pode ainda o órgão em análise ser referenciado como independente?

Na verdade, a independência absoluta é impraticável. No limite, esta liberdade esbarra no facto de não se poder regulamentar sobre as próprias leis orgânicas, tarefa que cabe ao Estado. Aliás, parece ser esta linha de raciocínio que Eduardo Paz Ferreira e Luís Morais assumem ao definirem estes órgãos como entidades administrativas com graus variáveis de autonomia de acordo com diferentes exigências funcionais:

“A independência como conceito distintivo deste tipo de entidade supervisora, em virtude de algum mimetismo formal face a outras doutrinas, é considerar aspectos essenciais da crise deste modelo funcional e organizacional de regulação que se vem verificando no seu país de origem (EUA), relacionada com o défice de responsabilização e escrutínio (accountability) desses organismos perante órgão com legitimidade democrática directa (máxime, o congresso norte-americano)”.

Importa aqui referir o modelo de supervisão financeira adoptado em Macau, monista, mas centralizado e menos independente do poder executivo.¹⁵⁵

¹⁵⁴ CATARINO, 2014, *Revista de Regulação e Concorrência*.

¹⁵⁵ SARAIVA, Rute, *Um Breve Olhar Português Sobre O Modelo De Supervisão Financeira Em Macau*. Revista de Concorrência e Regulação, ano V-VI, n.º 20-21, Edições Almedina, Lisboa, Abril de 2016.

Estamos perante uma entidade independente, com um mandato claro, com autonomia financeira, administrativa e funcional, pelo que defendemos que esta independência precisa de ser materializada. Todavia, esta concretização deve ser encarada como um processo evolutivo.

6. A Accountability como pressuposto de independência

É consensual nas várias abordagens relativas à independência das entidades reguladoras que, para além da necessidade de demonstração de um forte regime de transparência e prestação de contas, a importância da responsabilização pública dos seus membros pela actuação de supervisão¹⁵⁶. É este o pressuposto de independência e eficiência dessa actuação, enquanto mecanismo que permite o escrutínio das decisões.

Este é o vértice do controlo democrático genericamente englobado na expressão lata da *accountability*, que se traduz na conjugação de todas as formas de relação entre um sujeito de direito e um ou mais de fora, perante os quais aquele deve explicar e justificar a sua conduta, tendo este o direito de colocar questões e julgar, resultando desta relação consequências para o sujeito.¹⁵⁷

Conforme o título sugere, a *accountability* funda-se na lógica da ausência de dependência hierárquica de um órgão com concentração de múltiplas competências (nomeadamente legislativas, administrativas e judiciais). Sem os mecanismos de *accountability*, colocar-se-iam em causa os princípios da democracia representativa e da separação de poderes. Trata-se por isso de um elemento de extrema importância na supervisão financeira. Preenche as funções de controlo democrático, garantindo o escrutínio público das actividades e decisões da entidade supervisora e limita a autonomia atribuída ao supervisor, a função de legitimidade, a função de

¹⁵⁶ CATARINO, Luís Guilherme, *O Novo Regime da Administração Independente*, in Revista da concorrência e Regulação Janeiro/Março de 2014, p10 à 15

¹⁵⁷ Conceito apresentado por CATARINO, *O Novo Regime da Administração Independente*. No sentido mais restrito utilizado no Reino Unido e na Europa, preterindo o sentido usualmente mais lato em inglês (*liability*, *responsability*, *controllability*, *responsiveness*, *transparency*).

integridade, tratando-se, neste caso, de um mecanismo de prevenção e de reacção em relação aos abusos de poder. Por último, desempenha a função de eficiência¹⁵⁸.

Tendo em conta a função da *accountability*, são desenvolvidos diversos mecanismos pelos Estados tendentes a sindicar a actividade dos supervisores, uma vez que a substância que lhes dá origem implica diferentes tipos de intervenção. Uma questão de legalidade pode determinar uma intervenção de cariz político e judicial. Uma actuação dolosamente violadora de direitos, liberdades e garantias de administrados pode determinar falta grave, levar à impugnação de actos administrativos ou regulamentares, à responsabilização dos agentes, à demanda por comissões de inquéritos, ou à presença dos responsáveis em comissões especializadas no parlamento.¹⁵⁹ Assim são tradicionalmente referidos pela doutrina os mecanismos de sindicância da actividade do supervisor financeiro através do controlo político, judicial e social¹⁶⁰.

O controlo político exercido pelo Parlamento decorre da autonomia real detida pelo supervisor. O controlo político é segmentado em dois momentos. Num primeiro, através da delimitação legal da instituição (definição de atribuições e competência de forma clara e precisa), da sua estrutura e do procedimento (transparência e participação popular), da sua democraticidade (meio de escolha de titulares), do relato obrigatório de actividades (p. e., a sociedade civil através do parlamento e dos media), e da autoridade que lhe é delegada. Num segundo momento, através da estatuição de controlo contínuo, tendo por fim a monitorização pelos poderes legislativos, no âmbito dos poderes de fiscalização política do parlamento (actos de superintendência e tutela). Não se trata de competências tipicamente executivas, como é o caso da nomeação dos membros do conselho de administração, mas de não legitimar a falta de democraticidade da actuação do supervisor. O Parlamento poderá escrutinar o percurso profissional e a competência dos titulares e controlar a sua actividade, segundo uma regulamentação eficiente e coordenada, evitando conflitos de interesses e a prossecução de interesses opacos. Deve-se assumir a necessidade de coordenação administrativa, investigando factos que possam levar à sua não nomeação, tais como falta de idoneidade pessoal, condenações

¹⁵⁸ FONSECA, José Carlos de Carvalho Vale Frias, *Autonomia e Accountability do Supervisor Bancário*. FDL, 2015, pp. 58 a 64.

¹⁵⁹ As formas de controlo não são auto-excludentes: CATARINO, 2014.

¹⁶⁰ Na doutrina moderna são normalmente identificados vários mecanismos de escrutínio sobre a actividade de supervisão, designadamente: financeira, mercados (ou Stakeholders), monitorização externa.

judiciais em crimes patrimoniais ou profissionais, ausência de habilitações ou casos de insolvência de empresas por si geridas.

Normalmente, a *accountability* parlamentar assume a forma de contactos *ad hoc* e periódicos, tendo a primeira entidade poder, não apenas de avaliar o modo como o supervisor desempenha o seu mandato, mas, no limite, de alterá-lo por lei ou, no extremo, de proceder à sua dissolução, transferindo as suas competências para outra entidade¹⁶¹.

Já o controlo judicial, reflecte-se na possibilidade de prática de actos administrativos, decidindo conflitos entre os cidadãos e os regulados, ou entre estes, mediante a aplicação do direito ao caso concreto, o que pode culminar numa condenação ou no pagamento de uma indemnização patrimonial ou por outro meio.

Assume-se através de recursos judiciais das decisões tomadas a responsabilização do supervisor pelos danos causados pelos seus actos ou omissões no exercício dos seus poderes de supervisão delegado.

O controlo social, de acordo com as teorias do *New Public Management* e da *Public Choice*, resulta do fenómeno de liberalização, desregulação e privatização, com vista a conferir um reconhecimento social que supere a falta de legitimação democrática. O controlo social acarreta deveres na relação público/cliente. A administração deve corresponder a elevados padrões de actividade, eficiência e sujeitar-se aos deveres de publicidade, fundamentação e transparência, de prestar informação de forma atempada, verdadeira, independente e completa quando solicitada, e de adoptar e publicar a sua orientação pública.

Ora, neste processo de *accountability*, a transparência do supervisor afigura-se essencial para os processos decisórios participados. Parte-se do princípio de que a mesma transparência que este órgão exige do mercado deve ter reciprocidade na transparência que o mercado deve exigir e poder receber da parte do supervisor. Sendo a transparência o elemento fundamental para alcançar um equilíbrio sensato entre a *accountability* e a independência, importa olhar para o quadro jurídico da entidade supervisora do mercado de valores mobiliários Angolano.

¹⁶¹ PATHANASSIOU, Phoebus. *Financial Sector Supervisors Accountability: A European Perspective*, Legal Working Paper nº 12, BCE, 2011. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplsc/ecblwp12.pdf> (09/11/2016)

6.1 *Accountability* da CMC

Para além destas entidades, o EO da CMC prevê em alguns mecanismos legais que têm em vista dar maior transparência ao trabalho do supervisor, permitindo que qualquer entidade possa tecer uma análise crítica sobre o seu desempenho.

Entre eles, destacam-se a obrigatoriedade de disponibilização por parte deste órgão do relatório da actividade desenvolvido em cada exercício financeiro, do balanço e da gestão das contas anuais, que devem ser submetidos à fiscalização do tribunal de contas, acompanhados do parecer técnico do Conselho Fiscal, artigo 19º, alínea e), pois, no âmbito da *accountability* financeira, permite assegurar o uso adequado dos seus recursos, desempenhando o conselho fiscal um papel importante no controlo e fiscalização das contas.

Boletim informativo, com regulamentos e instruções, recomendações e pareceres genéricos, decisões de autorização, decisões de registo, se o registo for público, e outras decisões que por lei sejam atribuídas e o conselho de administração considerar relevante publicar (artigo 21º), para além da informação disponível no sítio da Internet (artigo 35º).

Na linha da frente dos mecanismos de controlo tradicionais, encontramos o controlo parlamentar efectuado pela Assembleia da República, enquanto garante da democracia do Estado de Direito e órgão fiscalizador por excelência, legitimado pelo artigo 259º e ss do Regimento da Assembleia Nacional (RdaAN)¹⁶².

Tem este órgão ao seu dispor vários instrumentos políticos de fiscalização, p. e. através das figuras jurídicas da pergunta e do requerimento, das comissões parlamentares de inquérito (do artigo 274º ao 295º do RdaAN).

Quanto ao controlo judicial, conforme referimos, os relatórios de contas e balanços são submetidos à apreciação do Tribunal de Contas para efeitos de fiscalização. Já as decisões, despachos e demais medidas tomadas pela CMC são susceptíveis de impugnação judicial (artigo 457º).

O controlo é também exercido pelo Governo (controlo político), conforme consagra o EO, a tutela do Ministro das Finanças e superintendência do titular do poder executivo, através da proposta de nomeação e nomeação do PCA e dos membros do conselho

¹⁶² Aprovado pela Assembleia Nacional, em 28 de Fevereiro de 2012.

Caso se verifique falta grave ou perda de preenchimento de requisitos necessários para a função (idoneidade, capacidade, experiência de gestão e conhecimento na área mobiliária), os membros do conselho de administração podem ser exonerados através da resolução de conselho de ministros, sob proposta do Ministro das Finanças. O plano de contas, balanços e relatórios sujeita-se a aprovação do Ministro das Finanças.

A eventual intenção, por parte de algum membro do conselho de administração, de exercer a função de docente no ensino superior, a única legalmente permitida, carece de autorização do Ministro das Finanças, desde que tal não cause prejuízo para as suas funções (artigo 22º, 3 do EO). As remunerações e regalias são fixadas pelo PR, titular do poder executivo (artigo 22º, 6 do EO)

Os membros e os funcionários da entidade de supervisão, enquanto servidores públicos que prosseguem o interesse público, devem pautar-se por uma conduta de imparcialidade, lisura, confiança, transparência, sob pena de incorrerem numa improbidade, cuja verificação desencadeia consequências censuráveis pelo Direito.

7. Regulação e supervisão do mercado

O conceito de regulação e o de supervisão são muitas vezes usados como sinónimos referentes ao conjunto de medidas adoptadas para manter o equilíbrio de interesses e o complexo de relações ou o correcto funcionamento de um processo, contidas em poderes de autorização, fiscalização, sanção, conciliação, mediação, arbitragem, normatização especializada.¹⁶³

De modo a conceber a autonomia dos dois conceitos, e seguindo a estrutura desta temática no CVM, optámos pela aceção restrita dos dois conceitos, respeitando neste sentido a regulação, o enquadramento normativo da actividade das instituições e do funcionamento dos mercados, ao passo que a supervisão assenta essencialmente nos poderes atribuídos às autoridades competentes com vista à verificação do cumprimento tanto das normas prudenciais e de conduta que vinculam aquelas como à observância de padrões e boas práticas aplicáveis.

¹⁶³ Catarino, 2012, p. 268.

7.1 Poderes de regulamentação

A dinâmica dos mercados de capitais torna insuficientes as fontes legislativas em sentido formal para uma adequada regulação mobiliária, com vista à adaptabilidade dos instrumentos normativos, dada a necessidade de intervenções de carácter urgente e a necessidade de ajustar os textos legislativos.

Neste sentido, são atribuídas à CMC competências regulatórias de elaboração de regulamentos (artigo 33º), de emissão de recomendações e pareceres genéricos (artigo 34º) e de assessorar o Executivo e o Ministro das Finanças (artigo 4º, 2 do EO).

a) Elaboração de regulamentos

Os regulamentos emitidos pela CMC são relativos a matérias integradas nas suas atribuições e competências. Observam os princípios da legalidade, da necessidade, da clareza e da publicidade, de modo a fortalecer a protecção jurídica e a consolidar a segurança necessária ao bom e regular funcionamento dos mercados (artigo 33º, 2 e 3). São publicados na I série do DR e em boletim informativo, consubstanciando-se em verdadeiros actos legislativos. A regulação que apenas vise regular procedimentos de carácter interno de uma ou mais categoria de entidades denomina-se instrução (artigo 33º, 5), não sendo publicado em DR, sendo apenas notificados os respectivos destinatários.

b) Emissão de recomendações e pareceres genéricos

As recomendações e os pareceres genéricos são actos com conteúdo normativo que se limitam a completar ou a esclarecer as leis e os regulamentos, sendo dirigidos a uma ou mais categorias de entidades sujeitas à supervisão, ou ainda sobre questões relevantes que lhe sejam colocadas por qualquer destas entidades ou pelas respectivas associações.

Através deste acto pode-se interpretar ou integrar uma lei, respeitando, no caso das infracções, o princípio da tipicidade e as exigências hermenêuticas dele decorrentes. Não se pode, no entanto, modificar, suspender, revogar ou tornar ineficaz uma lei vigente.¹⁶⁴

¹⁶⁴ Câmara, 2008.

As recomendações ou pareceres genéricos não podem contrariar uma solução legal expressa, tratando-se de actos opinativos através dos quais a CMC se pronuncia sobre as questões que lhe são colocadas. Não sendo actos administrativos decisórios para um caso concreto, não têm em si mesmos que obedecer à lógica do fundamento do acto administrativo. A fundamentação de uma recomendação ou de um parecer genérico é antes exigida por razões de prestígio e legitimação da autoridade em causa e da sua pretensão de eficácia persuasiva em relação aos eventuais destinatários.

c) Assessorar o Executivo e o Ministro das Finanças

A CMC, no âmbito das suas atribuições, assessora o executivo e o Ministro das Finanças, a pedido deste ou por iniciativa própria, em todas as matérias relacionadas com o mercado de capitais, propondo a estes órgãos a adopção de diplomas legais ou regulamentares necessários para a protecção dos investidores, a transparência do mercado de valores mobiliários e instrumentos derivados e a prevenção do risco sistémico (artigo 18º, 3, alínea b)).

Porém, a CMC não pode estabelecer normas para a prossecução de diretrizes de política económica do Governo, dado que tal competência regulamentar se funda em lei formal prévia e o seu conteúdo tende a ser eminentemente técnico¹⁶⁵, limitando-se o poder de regulação a garantir que os sujeitos que actuam num sector ou mercado se ajustam à ordenação legal preestabelecida pelo governo e pelos seus regulamentos delegados.

7.2 Poderes de supervisão

7.2.1 Noção e fundamento da actividade de supervisão

A supervisão no âmbito mobiliário consiste na actuação do supervisor no sentido de assegurar que os agentes que operam neste mercado cumprem com o estabelecido para o

¹⁶⁵ É diferente nas entidades norte-americanas, em que o regulador tem o papel de direcção da economia, sendo-lhes conferidas a concepção e arquitectura do sector, a guarda dos princípios políticos que o informam, tendo no concreto o papel de direcção da economia. CATARINO, 2014, p. 268.

exercício da sua actividade, de modo a evitar e prevenir perturbações no mercado, assegurando o interesse público e a protecção dos direitos e garantias dos mesmos¹⁶⁶.

A CMC, no exercício da actividade de supervisão, obedece aos princípios da protecção dos investidores, eficiência, regularidade de funcionamento, transparência, controlo da informação, prevenção do risco sistémico, prevenção e repressão das actuações contrárias à lei ou ao regulamento, independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não a sua supervisão, conforme previsto no artigo 22º.

Para assegurar esta actividade, a supervisão mobiliária comporta duas vertentes essenciais, uma supervisão *a priori*, denominada de supervisão prudencial, encarregada da concessão de registos e de autorização de que depende o exercício de actividades profissionais, e da verificação prévia de informação a ser dirigida ao público, nomeadamente a do prospecto, da publicidade e das cláusulas contratuais gerais. A supervisão referida constitui um mecanismo importante na prevenção de comportamentos ilícitos, no entanto, não constitui garantia de erradicação dos mesmos, dado actos de aprovação não validarem vícios relevantes não detectados que podem dar lugar à revogação dos actos praticados.

Complementando a supervisão prévia, encontra-se a supervisão *a posteriori*, também denominada de contínua ou comportamental¹⁶⁷, que envolve o acompanhamento dos actos praticados pelos participantes no mercado para detecção e perseguição inflacionária de irregularidades ou de ilegalidades. É por este modelo que começamos.

7.2.2 Supervisão contínua

Da necessidade de salvaguarda da eficiência e da estabilidade sistémica, mediante a promoção da equidade nas relações entre as instituições e os clientes, surge a supervisão contínua

¹⁶⁶ Entende-se por agentes do mercado mobiliário as entidades sujeitas a supervisão da CMC, previstas no art. 23º (entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistema de liquidação, de câmara de compensação ou contraparte central e de sistemas centralizados, agentes de intermediação, consultores para investimentos e analistas financeiros autónomos, emitentes, investidores institucionais, auditores e sociedades de notação de riscos).

¹⁶⁷ A supervisão contínua afigura-se como uma novidade trazida pelo actual código dos valores mobiliários, uma vez que a Lei nº 12/05 não previa esta modalidade.

no quadro das atribuições da CMC¹⁶⁸, prevista no artigo 26º e reflectida no acompanhamento contínuo da actividade das entidades sujeitas à supervisão, conformando a actividade dos agentes particulares com o interesse público pela observância de normas ou padrões de conduta da relação das empresas entre si e com o mercado, de utilização de meios técnicos e humanos, relevando neste contexto de supervisão o segredo profissional para acautelar a confiança no mercado.

A supervisão contínua, na terminologia anglo-saxónica, é designada por *market conduct supervision*. Tem uma propensão deontológica, de índole ética, centrando-se no comportamento das instituições para com os clientes e investidores e envolvendo, além das regras sobre a conduta das instituições, a definição de um conjunto de normas para a protecção dos investidores.

A supervisão contínua desdobra-se em duas vertentes: o comportamento das instituições, a que dizem respeito as regras relativas a conflitos de interesses e à organização interna das instituições, e um conjunto de regras que visa a protecção dos investidores, alcançando um certo patamar de *fair traid* no mercado, onde se situam as regras em relação à conduta das instituições com os clientes e investidores, os deveres de informação, as regras sobre as cláusulas contratuais, as regras sobre a publicidade e as regras sobre o exercício da intermediação.

A actuação do supervisor em relação ao emitente de valores mobiliários no âmbito da supervisão contínua prende-se com a imposição de um conjunto de deveres de informação com vista à transparência do mercado.

Neste sentido, o CVM estabelece os procedimentos necessários para arbitrar litígios entre a sociedade aberta e os accionistas e demais titulares de valores mobiliários, bem como entre os membros de órgão da administração, fiscalização e auditores (artigo 131º): obrigação de ter serviço de auditoria interna ou de controlo que actue de forma independente (artigo 135º, 2); regras adicionais para assegurar a independência dos membros do órgão de fiscalização (artigo 137º, 4); registo dos auditores externos e estabelecimento de regras adicionais de modo a assegurar a independência destes (artigo 139º, 5).

¹⁶⁸ Denota-se neste sentido uma clara distinção das atribuições da CMC no DL nº 9/05 em relação ao actual Estatuto Orgânico (*estimular a formação da poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a organização e funcionamento, assegurar aos... informação útil...*), depreendendo-se da primeira uma maior preocupação com a promoção do mercado de capitais, ao passo que as atribuições do segundo diploma reflectem um mercado já em funcionamento, o que justifica a inclusão da supervisão comportamental.

Do lado do emitente constituem deveres informar a CMC sobre as pessoas que tenham solicitado admissão à negociação de valores mobiliários (artigo 141º), emitir relatório de gestão, contas anuais elaboradas de acordo com as normas contabilísticas aplicáveis, relatório elaborado por auditor externo que deve incluir opinião relativa às previsões sobre a evolução do negócio e da situação económica e financeira, declaração dos membros do órgão de administração emitente, cujos nomes e funções devem ser claramente indicados (artigo 142º), divulgar informação semestral (artigo 143º) e anual sobre o governo das sociedades (artigo 145º), e ainda, definido em regulamento, prestar informação financeira trimestral (artigo 144º).

Em relação ao prospecto, a CMC elabora formas e locais de divulgação, o modelo a que obedece a estrutura, o conteúdo e o modo de divulgação da informação, a exigência de informação complementar e necessária, para que os investidores e os seus consultores financeiros possam formar juízos fundados sobre as características dos valores mobiliários e dos direitos que lhes são inerentes e sobre a situação patrimonial, económica e financeira do emitente (artigo 300º).

Em relação à oferta pública, a competência da CMC estende-se também à determinação da quantidade mínima de valores mobiliários que pode ser objecto de oferta pública, ao local de divulgação do resultado da oferta, à operação de distribuição de lote suplementar, à recolha de intenção de investimento, designadamente quanto ao conteúdo e à divulgação do anúncio e do prospecto preliminares, aos requisitos a que devem obedecer os valores mobiliários que integram a contrapartida de oferta pública de aquisição, aos deveres de informação a cargo das pessoas que beneficiem de derrogações quanto à obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição (artigo 161º). A CMC ordena a retirada da oferta pública ou proíbe o seu lançamento se verificar que esta enferma de alguma ilegalidade ou violação de regulamento insanável (artigo 177º) ou procede à suspensão da oferta pública quando verifique alguma violação sanável.

Aos auditores é imposta a obrigação de apresentar relatórios de auditorias, o dever de comunicar factos que constituam crime ou ilícito da mera ordenação social, factos que possam afectar a continuidade do exercício da actividade e factos que justifiquem uma reserva de opinião ou uma opinião contrária à certificação. Incluem-se aqui deveres de denúncia de irregularidades, os quais devem ser comunicados à CMC de modo a adoptarem-se medidas

contraordenacionais.¹⁶⁹ Os auditores que prestem serviços aos agentes de intermediação ou à empresa que com ele esteja em relação de domínio ou de grupo ou que nele detenha, directa ou indirectamente, pelo menos 20% dos direitos de voto ou do capital social devem comunicar imediatamente à CMC os factos respeitantes a este agente de intermediação ou a essa empresa de que tenha conhecimento, no exercício da função, quando tais factos sejam susceptíveis de constituir crime ou ilícito transgeracional ou afectem a continuidade do exercício da actividade do agente de intermediação, justificar a recusa da auditoria das contas ou emissão de reservas (artigo 333º, 1). Constitui dever dos auditores apresentar anualmente ao CMC um relatório que ateste o carácter adequado dos procedimentos adoptados pelos agentes de intermediação no âmbito dos deveres relacionados com a salvaguarda dos bens dos clientes. (artigo 333º, 4).

Em relação ao mercado regulamentado, a CMC enquanto supervisor ordena à entidade gestora que proceda à suspensão ou à exclusão de valores mobiliários e instrumentos derivados da negociação; quando não feito em tempo oportuno (artigo 231º), estende a suspensão ou exclusão a todo o mercado onde valores mobiliários e instrumentos derivados da mesma categoria são negociados. A entidade gestora de mercado deve comunicar à CMC a ocorrência de situações de incumprimento de regras relativas ao funcionamento do mercado (artigo 234º). Compete ainda à CMC estabelecer, através de regulamento, requisitos de admissão à negociação de valores mobiliários e instrumentos derivados e respectivo processo, bem como critérios de dispensa de prospecto; organização pelas entidades gestoras dos mercados, de sistema de informação acessíveis ao público, contendo dados actualizados relativamente a cada um dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação; regras de cada tipo de operação de bolsa; regras sobre as ofertas, termo de constituição, controlo e execução extrajudicial das cauções a prestar em operações a prazo; divulgações obrigatórias no boletim de mercado (artigo 235º, 2).

O supervisor do mercado de valores mobiliários impõe aos agentes de intermediação deveres relacionados com a contabilidade, a obrigação de manter um registo do cliente, contendo informação actualizada relativa aos direitos e às obrigações (artigo 335º), registo de todos os tipos de serviços e actividade de investimento em valores mobiliários e instrumentos derivados

¹⁶⁹ Tem igualmente este dever uma finalidade preventiva, quando há iminência de reserva ou de opinião contrária à do auditor, na medida em que, quando cumprido tempestivamente, permite uma articulação entre auditores, emitentes e autoridade de supervisão relativa à fiscalização do processo de relato financeiro.

realizados directamente por si ou em seu nome (artigo 339º). Nos contratos de intermediação são elaboradas pelo supervisor matérias relacionadas com os critérios de execução, conteúdo e avaliação da política de execução, informação a investidores não institucionais sobre a política de execução e transmissão (artigo 386º, 1).

Relativamente às operações de fomento do mercado, a CMC define regras que ficam sujeitas à informação que lhe deve ser prestada, bem como àquela que deve ser divulgada ao mercado (artigo 386º, 2). A CMC, com parecer prévio do BNA, define os limites de prazo e de quantidade de valores mobiliários emprestados, a exigibilidade da caução em operações realizadas fora do mercado regulamentado, as regras de registo dos valores mobiliários e de contabilidade das operações, a informação a prestar pelos agentes de intermediação ao supervisor e ao mercado, e define o conteúdo e o modo como deve ser prestada a informação (artigo 386º, 3 e 4).

Em relação ao analista financeiro, dispõe o artigo 354º que a CMC elabora regulamentos sobre exercício da sua actividade no concernente ao conteúdo das recomendações de investimentos, à informação a divulgar em conjunto com as recomendações de investimento, à divulgação de recomendações de investimento elaboradas por terceiros, aos elementos exigíveis para provas de requisitos necessários para o exercício da actividade.

7.2.2.1 O segredo profissional na actividade do supervisor mobiliário

O segredo profissional na actividade financeira tem a sua rácio na preservação do direito à privacidade e na necessidade de garantir a confiança no sistema financeiro. Na actividade mobiliária, este princípio recai sobre os actores que prosseguem interesses públicos, os supervisionados e todos aqueles que intervêm no processo ou tomem contacto com factos subjectiva e objetivamente tornados sigilosos (artigo 19º, 1).

O objecto do segredo profissional na actividade mobiliária prende-se com factos ou elementos cujo conhecimento advenha do exercício das suas funções ou da prestação de serviços, não podendo os profissionais revelar nem utilizar em proveito próprio ou alheio, directamente ou por interposta pessoa, as informações que tenham sobre aqueles factos ou elementos (artigo 19º, 1). Excepcionalmente, em situações de autorização do interessado, é possível a divulgação de

factos, quando imposta pela CMC ou por lei, ou ainda na troca de informação com as autoridades de supervisão de outros Estados¹⁷⁰.

O segredo profissional no âmbito da actividades mobiliárias vincula todos os profissionais da CMC, “do PCA ao responsável de limpeza”, durante o exercício das suas funções e mesmo após a cessão das mesmas (artigo 19º, 2). Trata-se de um dever de difícil avaliação e efectivação, se considerarmos a prática comum no sector financeiro de passagem frequente de trabalhadores das entidades reguladas para o regulador, e vice-versa, ou para instituições concorrentes ou interessadas (SARAIVA: 2013).

Ora, o dever de segredo profissional na actividade mobiliária pode ser conflituante com o direito de informação enquanto direito constitucionalmente consagrado e como vector principal da transparência exigida no mercado de modo assegurar a confiança. A questão que se coloca é como equacionar dois princípios distintos num mesmo objectivo.

A questão não parece ser muito simples de resolver na prática, sobretudo devido ao fenómeno da captura intelectual, já referido, mas, no plano formal, esta questão pode ser solucionada pelo legislador consagrando um limite interno ou externo ao direito a informação procedimental administrativa e decidido por via judicial nos casos em que inexista excepção explícita ao dever de sigilo, o eventual conflito entre o dever de segredo profissional penalmente tutelado e o direito a informação.

A necessidade de controlo regular e de monitorização pressupõe uma visibilidade e uma transparência legitimadora que os deveres de segredo administrativo anulam. Acresce que a violação do segredo profissional é penalmente punida nos termos aplicáveis à violação de segredo profissional por funcionário público (artigo 19º, 4).

¹⁷⁰ A troca de informação entre autoridades de supervisão tem em vista analisar as condições de acesso da actividade dos agentes de intermediação para supervisão em base individual ou consolidada da actividade dos agentes de intermediação e para a supervisão dos mercados, instrução de processos e aplicação de sanções. Deve para o efeito a cooperação ser estabelecida com base nos princípios da reciprocidade, do respeito pelo segredo profissional e de utilização restrita para fins de supervisão, conforme estatui o artigo 37º.

7.2.3 Supervisão prudencial

A supervisão prudencial abrange mecanismos ligados à organização interna e ao funcionamento das entidades sujeitas à supervisão, com vista a evitar todo o tipo de riscos financeiros e patrimoniais para a empresa e para o sistema, e a criar condições para a protecção dos fundos e valores dos investidores confiados às empresas e mesmo para a satisfação das regras de conduta ou de mercado.

A supervisão prudencial envolve a concessão de registo e de autorizações de que dependem o exercício de actividades profissionais no âmbito mobiliário, por parte dos agentes mobiliários, ou na verificação prévia de informação a ser dirigida ao público, nomeadamente na aprovação prévia de prospectos e de publicidade. De acordo com o artigo 27º, 2, a supervisão prudencial é orientada pelos *princípios da preservação da solvabilidade e da liquidez das instituições e prevenção de risco próprios, alínea a); prevenção de risco sistémicos b); controlo da idoneidade dos titulares dos órgãos de gestão, das pessoas que dirigem efectivamente a actividade e dos titulares de participação c).*

De modo a cumprir estes princípios, as entidades gestoras de mercados regulamentados, de sistemas de liquidação, de câmaras de compensação, de contraparte central e de sistema centralizado de valores mobiliários, os organismos de investimento colectivo, e não só, são obrigadas a prestar à CMC as informações que este considere necessárias à verificação do grau de liquidez e de solvabilidade, dos riscos em que incorrem, incluindo o nível de exposição de diferentes tipos de valores mobiliários e instrumentos derivados, das práticas de gestão e controlo de riscos a que estão ou possam estar sujeitas, das metodologias adoptadas na avaliação dos seus activos, em particular daqueles que não sejam transaccionados em mercado de elevada liquidez e transparência (artigo 27º, 3).

Neste sentido, o mercado organizado, integrado pelo mercado da bolsa e pelo mercado de balcão organizado, a sua constituição, registo e extinção dependem de autorização do CMC (artigo 222º).

O exercício profissional da actividade de investimento e do exercício autónomo da actividade de consultoria para investimento em valores mobiliários e instrumentos derivados e da actividade de análise financeira para investimento depende do registo prévio na CMC (artigo 321º e 327º, 1), de modo assegurar o controlo prévio dos requisitos para o exercício de cada um

dos serviços e actividades de investimento em valor mobiliário. Sendo que apenas é concedido o registo a pessoas singulares idóneas que demonstrem possuir qualificações e aptidão profissional, de acordo com elevados padrões de exigência adequados ao exercício da actividade e demais matérias suficientes (artigo 327º, 2). Quando o registo é concedido a pessoa colectiva, a idoneidade e os meios materiais são aferidos relativamente à pessoa colectiva, aos titulares de órgão da administração e aos colaboradores que exercem a actividade (artigo 327º, 3).

A CMC elabora o regulamento necessário sobre o processo de registo das entidades gestoras, respectivos mercados e sua denominação e regras prudenciais a que estão sujeitas as entidades dos mercados, informação a prestar ao organismo de supervisão do mercado de valores mobiliários pelas entidades gestoras dos mercados, informações a prestar ao público pelas entidades gestoras dos mercados e pelos emitentes de valores mobiliários admitidos a negociação, relativa ao conteúdo da informação aos meios e os prazos em que deve ser prestada ou divulgada, suspensão e exclusão de valores mobiliários e instrumentos derivados da negociação, e divulgação das comissões praticadas pelas entidades gestoras dos mercados (artigo 235º).

7.2.3.1 A supervisão da publicidade no mercado de valores mobiliários

A publicidade, enquanto informação dirigida ao público, mais do que fundamentada num princípio de protecção da parte fraca, a ser aplicado em concreto e perante a identificação desta, justifica-se enquanto elemento indutor da transparência, daí a imposição do dever informativo na mensagem publicitária, necessária ao funcionamento do mercado em condições de concorrência e eficiência, com vista não só à tutela da publicidade como também à protecção do próprio mercado.

A matéria relativa à publicidade no domínio financeiro, embora prevista no CVM, exige recurso às disposições do regime geral da publicidade, conforme remete o artigo 7º, 4.

No CVM verificam-se várias disposições relativas à informação difundida que seja qualificável como publicidade, sem que nos seja apresentada uma definição própria. Deste modo, procuramos delimitar o conceito tendo em conta a definição da Lei nº 9/02, de 30 de Julho, Lei Geral de Publicidade.

Assim, entende-se por publicidade toda a forma de emissão de mensagem com o fim de atrair a atenção do público para um determinado bem ou serviço, incluindo direitos e obrigações.

A jurisdição da CMC no processo publicitário abrange não só o intermediário financeiro como também outras das entidades que intervêm no processo publicitário prestando serviço ao intermediário financeiro, sujeitando-se estas entidades, em caso de infracção das regras da publicidade, para além de responsabilidade cível, à responsabilidade criminal nos casos em que deva ter lugar (artigo 39º, Lei Geral da Publicidade).

O critério legal de atribuição de competência à CMC, de acordo com CARLOS COSTA PINA¹⁷¹, assenta numa conexão relevante entre a actividade em causa e os mercados de valores mobiliários, a qual se consubstancia na possibilidade de afectação das condições da oferta e da procura, bem como da sua segurança, estabilidade e eficiência, suscetível de pôr em causa a respectiva organização (incluindo o respeito pelas regras de acesso à actividade financeira) e funcionamento.

A relação do intermediário financeiro com os seus clientes deve conter um princípio geral de adequação da informação aos respectivos destinatários. A publicidade relativa à oferta pública, para além de obedecer ao princípio da informação previsto no artigo 7º, deve referir a existência ou a disponibilidade futura de prospecto e indicar as modalidades de acesso ao mesmo, e harmonizar-se com o conteúdo do prospecto, sujeitando-se à aprovação da CMC (artigo 167º, 4).

7.2.3.2 Cooperação internacional

A integração geográfica dos mercados de valores mobiliários em termos mundiais dita a necessidade de protecção interna dos Estados perante influências internacionais, prevenindo abusos e riscos potenciados pela nova realidade global¹⁷². Para tal, as autoridades de supervisão

¹⁷¹ PINA, Carlos Costa, *Publicidade, Promoção e Prospeção nos Serviços Financeiros*, p. 258, Direito dos Valores Mobiliários Vol. IV, Coimbra editora, Coimbra, 2003

¹⁷² Reconhece-se que os mercados financeiros internacionais afectam os Estados-nações até na própria cidadania, aprofundando-a ou constringendo-a consoante a credibilidade que lhes merece a política económica. *Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa 1997. MACEDO, Jorge Braga de MACEDO. *Mercados Financeiros*

estabelecem relações através da cooperação com entidades congéneres e organizações internacionais ligadas ao mercado de valores mobiliários, e é com este propósito que resolvemos abordar ainda no âmbito da supervisão prudencial da CMC as relações externas desta entidade.

A articulação das autoridades através de mecanismos de cooperação revela-se de grande importância para, nomeadamente, salvaguardar a integridade dos mercados e da estabilidade sistémica, para articular esforços entre autoridades de diversos Estados, detectar, prevenir e punir delitos com efeitos transfronteiriços. É fundamental para que as autoridades de supervisão possam dar uma resposta adequada à internacionalização e integração dos mercados financeiros, incluindo o da prestação de serviços de investimento. Sem ela, a resposta do sistema regulador e de fiscalização torna-se deficiente e os riscos inerentes à internacionalização dos mercados dá lugar a danos efectivos, impedindo ao mesmo tempo o desenvolvimento pleno dos benefícios da globalização.¹⁷³

Esta cooperação consiste num exercício conjunto de poderes desenvolvido entre as entidades reguladoras e os organismos internacionais de concentração no âmbito de mercados ou sectores, cujas decisões terão influência recíproca, obrigando ao cumprimento de uma série de princípios comuns para cobertura de riscos e a criação de um campo regulatório uniforme.¹⁷⁴

Para este efeito, no plano internacional, a CMC estabelece agendas de cooperação bilaterais e multilaterais com organizações como a IOSCO/OICV, o CISNA e a ANNA. Firma igualmente protocolos, memorandos de entendimento e outras formas de parceria com as suas congéneres da Tanzânia, Ilhas Maurícias, Nigéria, Quénia, Botswana, Cabo verde, Namíbia, Brasil e Portugal, conforme anuncia a página oficial deste órgão¹⁷⁵.

A cooperação melhora a intervenção dos diversos Estados e, ao contrário do que se possa pensar, não põe em causa a soberania dos Estados, antes evita perdas de soberania e falhas

Internacionais e Cidadania Portuguesa, p 24. Em tempos actuais, a maioria das transacções bolsistas encontra-se nas mãos de grandes bancos como o Barclays, o Citibank, Morgan Chase, UBS, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Nomura.

¹⁷³ PEREIRA, p. 48.

¹⁷⁴ CATARINO, 2014.

¹⁷⁵ Questionamos o critério em termos prioritários à estes supervisores em detrimento p. e. dos EUA, China, Coreia, França, Tailândia, Singapura e Bélgica, enquanto países de maiores relações comerciais de acordo a balança de pagamentos apresentada no I Capitulo e potências investidores internacionais dada as relações comerciais estabelecidas conforme nos demonstra a balança de pagamentos.

institucionais. As redes de autoridade e de vigilância são sobretudo redes de diálogo ou de persuasão, e não redes de controlo. Precedem a definição de boas práticas, levam a uma relação de pertença, logo de conformação dos agentes, e tendem a incrementar entre os reguladores através de transferência de competências, sendo hierarquicamente neutras.¹⁷⁶

Permitem, no entanto, uma convergência no tráfico internacional, evitam falhas regulatórias e a arbitragem regulatória, encontram o melhor ambiente regulatório para determinado investimento ou empresa (uma vez que a falta de cooperação entre reguladores acarreta riscos, o regulador tende a alterar a sua política pela verificação dos bons resultados obtidos por um congénere estrangeiro, ou pode entrar em concorrência com reguladores de forma a maximizar a sua utilidade, tomando as medidas regulatórias que entenda mais adequadas para atrair investimento).

Mas, como é óbvio, é necessário que os sistemas legais internos prevejam os mecanismos normativos que assegurem efectividade à cooperação, para além da consagração legal da cooperação internacional conforme prevista no artigo 160º, e é neste sentido que a preservação da confidencialidade da informação sigilosa trocada entre autoridades de supervisão surge como requisito essencial para a manutenção desta relação, revelando-se estritamente necessária para uma relação de confiança entre autoridades de supervisão.

7.3 Poderes sancionatórios

Com o objectivo de acautelar a confiança e garantir as condições essenciais para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, o legislador optou no título IX, sob a epígrafe “Crimes e Transgressões”, pela tutela sancionatória de certos comportamentos considerados lesivos do bom e regular funcionamento do mercado, dando origem a um quadro sancionatório de crimes contra o mercado de valores mobiliários e derivados (artigos 387º ss. e 388º ss), crimes de desobediência (artigo 391º)¹⁷⁷ e transgressões (artigos 398º ss).

¹⁷⁶ BRAITHWAITE *et al.*, 2000, p. 557.

¹⁷⁷ Abstemo-nos da abordagem deste tipo legal de crime por não constituir uma figura típica do Direito de valores mobiliários, mas sim do Direito Penal, e, por indicação do legislador, remetemos também para a bibliografia especializada.

Os factos que estas incriminações contemplam não constituem apenas uma perturbação ocasional do mercado, antes podendo afectar a estrutura do sistema em que se inserem, alterando o modelo de funcionamento e condicionando a confiança de todos os agentes económicos que neles participam, sendo assim considerados práticas merecedoras de uma censura sociojurídica mais intensa através da resposta penal.¹⁷⁸

São assim equacionadas as infracções a deveres cujo acatamento se revela necessário para garantir o funcionamento correcto e adequado do mercado. E os factos danosos mais graves, por agredirem bens jurídicos essenciais à organização, estrutura e funcionamento do mercado, mereceram a tutela penal conferida pelos crimes contra o mercado de valores mobiliários e derivados.

Assim, todos os deveres legais e regulamentares que disciplinam a actuação dos agentes no mercado, quando infringidos, constituem transgressões, que, de acordo com a sua gravidade, são punidas a título de dolo, negligência ou tentativa de transgressão. Os factos com relevância criminal são os que correspondem à transmissão de informação privilegiada e a práticas manipuladoras.

Neste sentido, verifica-se o exercício do poder sancionatório por parte da CMC, sobretudo por via de processos de transgressões, dá-se conta: o pagamento da multa do agente de intermediação financeira STANDARD CHARTERED BANK ANGOLA, S.A., por prestação de informação solicitada fora do prazo, deliberação da liquidação e dissolução do Fundo BESA, suspensão do registo da Sociedade Capsolution Business Consulting S.A. como Perito Avaliador de Imóveis de Organismos de Investimento Colectivo (OIC), por incumprimento das normas legais¹⁷⁹.

¹⁷⁸ Usar informação privilegiada é a negação do modelo de eficiência baseada na avaliação da decisão de investimento a partir da informação pública disponível. Manipular o mercado implica o exercício de um mínimo individual sobre as estruturas de negociação que constitui a negação do livre jogo da oferta e da procura enquanto modelo de formação de preços públicos. CMVM, *Contra Ordenações e Crimes de Mercado de Valores Mobiliários*, Edições Almedina, Lisboa, Setembro de 2015, p. 16.

¹⁷⁹ Não existe qualquer registo de litigância via judicial de crimes financeiros.

7.4 Legitimidade e fundamento

Compete à CMC, nas infracções do mercado de valores mobiliários em matérias tipificadas como transgressões, investigar, instruir e decidir a aplicação de sanção ou arquivamento (artigo 438º e ss). As decisões, despachos e demais medidas tomadas são susceptíveis de impugnação judicial por parte do arguido ou da pessoa contra as quais se dirigem (artigo 457º). A decisão de primeira instância é ainda passível de recurso (artigo 471º). A CMC acompanha o processo na fase judicial tendo poderes autónomos de intervenção processual.

Justifica-se que a CMC, enquanto autoridade de supervisão e fiscalização do mercado com a missão de promover e proteger o seu funcionamento, seja dotada de poderes reais de combate aos ilícitos praticados, sob pena de se inutilizar a sua própria função e estatuto, pois não faria sentido criar uma autoridade de supervisão e fiscalização do mercado e simultaneamente criar um regime sancionatório dos ilícitos praticados que fosse alheio a essa entidade¹⁸⁰.

Por outro lado, evita-se uma sobrecarga e uma exagerada criminalização de comportamentos numa área de actividade económica que dá os seus primeiros passos, de acordo com um modelo internacional moderno de funcionamento dos mercados como a SEC, e tornando-se mais eficiente a sua exequibilidade ao contrário.

Em processos criminais não sucede o mesmo. Este órgão é apenas competente para averiguações preliminares, conforme o previsto no artigo 393º e ss, limitando-se a oferecer às autoridades judiciais a colaboração solicitada, seja através da prestação de prova testemunhal pelos seus técnicos, seja através de informações técnicas ou perícias úteis ou necessárias para a exacta compreensão das operações em causa.

Após a participação criminal, todo o processo é de competência das autoridades judiciais, às quais cabe fazer o inquérito, a instrução e o julgamento, existindo a possibilidade de recurso da decisão final no tribunal de segunda instância.

¹⁸⁰ PINTO, Frederico de Lacerda da Costa, *A tutela dos Mercados de Valores Mobiliários e o Regime de Ilícito de Mera Ordenação Social*, In *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, 285 e ss.

7.5 Transgressões no mercado de valores mobiliários

As transgressões no mercado de valores mobiliários correspondem, de uma forma geral, a ilícitos de carácter profissional, ou a práticas de mercado perigosas, disfuncionais ou danosas, imputadas a pessoas singulares ou colectivas.

As transgressões previstas podem ser puníveis a título de dolo ou negligência, sendo sancionadas através de multa, a que corresponde a sanção principal (artigo 415º), ou através de sanções acessórias (artigo 416º).

As multas estão organizadas de acordo com três níveis de gravidade abstracta dos factos: transgressão muito grave, grave e menos grave (artigo 415º). Esta classificação é feita por lei, não dependendo de uma decisão livre da parte do aplicador do direito. Para as contra-ordenações muito graves, o valor é entre 1.850.001UCF e 3.7000.000 Unidades de Correção Fiscal (UCFs); para as transgressões graves, entre 370.001 UCFs e 1.850.000 UCFs; para as menos graves, entre 4.000 e 370.000 UCFs. (artigo 415º).

São espécies de transgressões as infrações relativas à informação (artigo 427º), transgressões relativas ao emitente (artigo 428º), transgressões relativas ao valor mobiliário (artigo 429º), transgressões relativas à oferta (artigo 430º), transgressões relativas aos mercados (artigo 431º), transgressões relativas às operações (artigo 432º), transgressões relativas à contraparte central e sistema de liquidação (artigo 433º), transgressões relativas ao serviço de intermediação, transgressões relativas aos deveres profissionais (artigo 435º), transgressões relativas as ordens do organismo de supervisão do mercado de valores mobiliários (artigo 436º).

Este processo tem uma fase organicamente administrativa, que é obrigatória, e uma fase judicial, que é facultativa, ou seja, só é aberta se existir impugnação da decisão condenatória da CMC proferida na primeira fase.

8.2.1 Processo de transgressões no mercado de valores mobiliários

A estrutura do processo de transgressão contempla uma fase obrigatória e uma fase facultativa. A primeira é em regra organicamente administrativa e a subsequente é obrigatoriamente judicial.

A primeira fase começa por impulsos diversos, pelos quais se obtém a notícia de infracção, podendo o supervisor obtê-la por conhecimento directo ou conhecimento indirecto, através de denúncia ou reclamação.

Posteriormente a esta notícia, pode realizar-se, se necessário, instrução material do processo, nomeadamente diligências de prova para confirmar os indícios. Caso a recolha de tais elementos não se concretize, pode o processo desde já ser arquivado ou ser reduzido a acusação. Terá lugar um arquivamento caso se constate, por exemplo, que a prática em causa não é sancionada com uma transgressão. Será diferente se existirem indícios de prática de transgressão, situação em que pode ser deduzida a acusação ou ser iniciado o procedimento de advertência.

Após a acusação e o eventual exercício do direito de defesa pelo arguido, a CMC pode ainda realizar diligências diversas no sentido de apurar rigorosamente os factos e proferir uma decisão correcta. Pode dar-se a audição do arguido, de testemunhas, para a obtenção de outros meios de provas. Só assim estará o supervisor em condições de proferir uma decisão sobre o processo de transgressão.

O arguido poderá impugnar a decisão judicialmente a decisão condenatória proferida pela CMC, interpondo o recurso, sendo o Ministério público a introduzir os autos em juízo.

A apreciação judicial da decisão da CMC num processo de transgressão dá-se apenas num contexto de conflito em que o arguido não se conforma com o conteúdo da decisão. Quando assim sucede, não se está perante o início de um novo processo, mas sim perante a continuação de um processo com origem organicamente administrativa, sendo a autoridade administrativa uma parte interessada no processo, também na fase judicial do mesmo, tendo no Ministério público um representante específico na fase judicial¹⁸¹.

Após um momento de saneamento judicial do processo, poderá seguir-se a audiência de julgamento.

¹⁸¹ PINTO, Frederico de Lacerda da Costa, *Direito dos Valores Mobiliários: A jurisprudência sobre a contra-ordenação no âmbito dos mercados de valores mobiliários*, Vol. II, Coimbra Editora, Junho de 2000, pp. 157 e ss.

8.3 Crime de abuso de informação privilegiada

O crime de abuso de informação privilegiada, tipificado no artigo 387º, consiste na proibição de que pessoas que, em virtude da sua qualidade profissional ou de acto ilícito, tenham acesso a informação privilegiada a transmitam a alguém fora do âmbito normal das suas funções, ou com base nessa informação negocie ou aconselhe alguém a negociar valores mobiliários ou instrumentos derivados ou ordene a sua subscrição, aquisição, venda ou troca, directa ou indirecta, para si ou para outrem.

Entende-se por informação privilegiada, de acordo com o artigo 387º, 2, toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou instrumentos derivados, seria idónea se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado.

A proibição da informação privilegiada funda-se na necessidade de protecção da confiança dos accionistas nos dirigentes societários, representando uma extensão do dever fiduciário de lealdade. Ela impede a apropriação da informação para finalidades privadas e favorece o respectivo acesso em condições de paridade por parte dos acionistas, para além de proteger os accionistas de celebrarem inadvertidamente negócios sobre valores mobiliários a preços desajustados. Por outro lado, fundamenta-se a penalização deste preceito com o facto de evitar custos de transacção, advertência dos mercados mais opacos, em que os instrumentos financeiros são tendencialmente negociados a descontos, sendo por isso indutora de um funcionamento mais eficiente dos mercados, diminuindo os custos de capital.

Tomada a informação como um bem público, constitui conduta penalmente censurada prevista no artigo 387º, imputável a pessoas singulares, como é sabido, sujeitando o infractor a sanções de diferente natureza, desde responsabilidade penal, civil, à destituição e inibição temporária do exercício de cargos na sociedade e em sociedades em relação de domínio e de grupo com estas, conforme iremos ver nas questões processuais dos crimes de mercado.

8.4 Manipulação do mercado

O crime de manipulação de mercado, previsto no artigo 388º, tem em vista a salvaguarda do regular funcionamento do mecanismo de formação de preço no mercado, acautelando a eficiência do funcionamento do mercado, para que o preço corrente reflecta os preços passados e nenhum investidor retire daí um ilegítimo aproveitamento.

A incriminação pressupõe a alteração do regular funcionamento do mercado de instrumentos financeiros prosseguido através de condutas típicas como a divulgação de informação falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, a realização de operações de natureza fictícia ou a execução de outras práticas fraudulentas (artigo 388º,1).

Partindo do pressuposto de que a informação é determinante para a tomada de decisão do investidor, quem detém a informação relevante actua melhor sobre o mercado, podendo influenciá-lo e dele retirar mais vantagens, daí a importância de assegurar o cumprimento de regras de transparência de mercado, sendo punido o uso indevido da informação ou manipulação desta para obter um certo resultado.

É caracterizada como conduta manipuladora a divulgação da informação cuja mensagem transmitida não corresponda à mensagem de referência (informação falsa), a divulgação da informação que se mostre incapaz de satisfazer com sucesso o juízo legal necessário para a tomada de decisão de investimento (informações incompletas), a divulgação de informação que, ainda que dentro das margens da verdade, seja empolada pelo uso de imagens expressivas, com o intuito de criar uma imagem preceptiva subjectiva para além da admissível (informação exagerada), e finalmente a divulgação de informação que distorce a verdade.

É de referir ainda a realização de operações fictícias, de natureza translativa ou criadoras de valores mobiliários, cujo fim típico não seja atingido, ou seja, em que as consequências translativas e patrimoniais não se verificam, criando-se uma mera aparência de realidade para o mercado com prejuízo da transparência. Por último, refira-se a execução de práticas fraudulentas idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado.

Pretende-se impedir condutas que tenham na sua base um método não admitido em mercado, e que usam certos procedimentos desviados da sua função natural em mercado, para obter determinado fim, que de outro modo não seria possível obter.

8.5 Processo dos crimes de mercado

A notícia de um crime de mercado de valores mobiliários adquire-se por conhecimento próprio da CMC no âmbito da sua actividade de supervisão, por intermédio das autoridades competentes ou ainda mediante denúncia (artigo 392º). Obtido o conhecimento de factos que podem vir a ser qualificados como crimes contra o mercado de valores mobiliários, o Conselho do Organismo de Supervisão de Mercado de Valores Mobiliários determina a abertura de um processo de averiguação preliminar (artigo 393º), iniciado e dirigido pelo mesmo conselho.

A CMC poderá solicitar a quaisquer pessoas e entidades os esclarecimentos, informações, documentos, objectos e elementos necessários para confirmar ou eliminar a suspeita de crime contra o mercado de valores mobiliários, sem prejuízo do disposto na legislação reguladora das revistas, buscas e apreensões (artigo 395º).

Concluído o processo de averiguação, e havendo suspeita de que houve prática de um crime, o processo é remetido ao magistrado do Ministério Público (artigo 396º), e para o seu acompanhamento as decisões tomadas ao longo do processo são notificadas a CMC (artigo 397º).

Portanto, enquanto não existir um processo de crime contra o mercado em tribunal, vigora apenas a expectativa em como o tribunal, em regra habituado a processos de transgressões relativamente simples, encararia o julgamento de um processo por vezes com milhares de páginas, com arguidos de elevada competência técnica, patrocinados por importantes escritórios de advogados, envolvendo matérias desconhecidas nas faculdades de direito, nem fazem parte do quotidiano judicial.

V-CONCLUSÃO

Constata-se a importância do mercado de valores mobiliários numa economia marcada por diversas mutações das políticas económicas. Estas têm consequências no desenvolvimento do sistema financeiro. Verificam-se actualmente indicadores pouco animadores no quadro macroeconómico de Angola, dado o excesso de confiança criado em torno do petróleo como único financiador da economia e em razão de comportamentos socioeconómicos lesivos da economia de mercado, tais como a opacidade, a corrupção, a partidarização das instituições públicas, num contexto em que a economia informal está em alta e se constata a forte presença do dólar.

É notória a importância daquele segmento financeiro na canalização de recursos, na promoção de reformas tendo em vista a modernização dos sectores financeiros, na capacidade de intermediação financeira para fazer a ligação entre o défice e os recursos excedentes da economia. O mercado de valores mobiliários poderá melhorar o ambiente económico, constituindo-se como uma ferramenta real na mobilização e captação de poupanças canalizadas para melhores alternativas de financiamento, processo fundamental para o crescimento e a eficiência da economia em geral.

De forma a tornar a economia menos vulnerável aos choques externos, e garantindo crescimento económico sustentado que permita um desenvolvimento financeiro que a longo prazo financie de forma eficiente a economia, é necessário implementar políticas macroeconómicas (pró-crescimento) robustas que promovam a reestruturação e a diversificação da economia, orientando os rendimentos do petróleo para sectores não petrolíferos da economia, pois uma economia cujo sistema financeiro dependa de um único soberano tem uma vulnerabilidade ou risco sistémico maior do que uma outra em que se registre uma diversidade de dependências e, por conseguinte, uma maior mitigação do risco.

As informalidades na economia Angolana podem ser reduzidas trabalhando as questões das taxas administrativas, incluindo impostos, dos custos burocráticos, dos subornos e corrupção, promovendo uma estrutura bancária de proximidade, incentivadora do desenvolvimento empresarial. O mercado de valores mobiliários afigura-se como canal para financiar o desenvolvimento da economia, colocando à disposição dos empreendedores soluções de financiamento ajustadas. O desenvolvimento de *startups*, dada a elevada taxa de empreendedorismo, é também de incentivar.

Poderá ainda servir também como mecanismo impulsionador da transparência no seio do empresariado nacional, dadas as exigências feitas às empresas cotadas de boas práticas de governação.

No sector petrolífero, pode significar para as empresas deste sector uma plataforma alternativa de financiamento para expandir os negócios e permitir uma maior democratização económica, na medida em que qualquer interessado poderá adquirir parte das empresas petrolíferas angolanas cotadas. Pode ainda melhorar o ambiente de informação sobre as empresas petrolíferas. Permitirá também que a valorização da bolsa local esteja positivamente correlacionada com a valorização do petróleo no mercado internacional.

Relativamente à dolarização da economia Angolana, deve o supervisor bancário continuar a exigir reservas sobre os depósitos em moeda nacional, de modo a reduzir os custos de financiamento dos agentes económicos que recorrem ao crédito em moeda nacional, incentivando a utilização da moeda nacional no sistema financeiro. Além disso, o facto da solvabilidade regulamentar passar a incorporar uma exigência de cobertura para o risco cambial, levará a que os bancos com maior negociação em moeda externa tenham que reter mais capital.

Neste processo, a CMC, deve estabelecer o seu papel no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, garantindo a protecção do investidor. Pois, a necessidade de tutela dos interesses dos investidores num mercado em vias de desenvolvimento revela-se de extrema importância, dada a preocupação que existe em se atrair, de um lado, um maior número de emittentes (através de um quadro jurídico mais flexível para estes) e, por outro, um maior número de aforradores através da protecção dos mesmos.

Porém, impõe-se neste sentido atenção aos excessos legislativos com vista à protecção dos investidores. Estes, para além de serem onerosos para o emitente, o que condiciona a eficiência do mercado, podem resultar em exageros administrativos, ou seja, em excesso de burocratização. Nem sempre mais protecção significa melhor protecção. A protecção dos investidores é atingida através da combinação de deveres dos participantes no mercado, procurando acautelar a posição jurídica dos investidores, de modo a tornar os mercados eficientes, com grande liquidez, com sociedades bem geridas e equilibradas.

Dirigindo as políticas de protecção do investidor, a transparência da informação e a consagração legal de direitos relativos à constituição de associações de investidores, à acção

popular e à obrigação de constituição de fundos garantias, no CVM, afiguram-se como um valor acrescido.

Eficiência do mercado

A CMC deve ter políticas próprias de forma a direccionar capitais para empresas que tenham os melhores projectos de investimento e nas condições mais vantajosas, de modo a permitir que os produtores apliquem os seus recursos a custo menor, o que maximiza o retorno dos seus fundos, gerando exactidão na formação do preço de valores mobiliários, levando à alocação eficiente dos recursos na economia real ao dar indicações para o fluxo de capitais. Neste sentido, requer-se que o mercado seja eficiente sob aspectos operacionais (custos de transacção associados à utilização do mercado, custo de informação associado à produção, aquisição, tratamento ou verificação da informação, custos suportados pelos investidores para fazerem converter um investimento), assim como ao nível da eficiência informacional.

Mas deve ter-se em conta que a informação como parte fundamental do mercado eficiente implica não só quantidade (tendo em atenção que demasiada informação aumenta os custos e entropia, com acréscimo marginalmente decrescente de benefícios para os agentes), mas também qualidade da mesma (ou seja, não basta ter informação, mas sim compreender a mesma) e a capacidade dos agentes no mercado de a incorporarem rápida e correctamente no preço, tornando-se o preço reflexo da informação disponível no tocante à avaliação dos valores mobiliários. Em mercados perfeitamente eficientes, o preço dos activos reflecte o valor intrínseco da empresa.

É necessário que o regime regulatório existente para disciplinar o mercado de valores mobiliários Angolano esteja em conformidade com os custos associados à produção de informação, e em mercados eficientes tais custos é mínimo. Confirma-se a importância da informação no mercado como vector de estabelecimento da confiança dos investidores, pois sem transparência não existe confiança e sem ela não existem mercados eficientes.

Integração com os demais supervisores do sistema financeiro

De modo a tornar a sua actuação mais eficaz, a CMC deve cooperar com outras autoridades nacionais que exerçam funções similares no sistema financeiro. Poderá assim melhor combater as actuações fraudulentas, em particular no que respeita à prevenção do risco sistémico.

Impõe-se, no plano interno, o reforço dos mecanismos de coordenação, intercâmbio e troca de informação entre o BNA, a CMC e a ARSG, do qual depende a existência ou a coordenação de conflitos positivos ou negativos de competência, nomeadamente nas situações de supervisão com base consolidada, mas não só. É importante que a mesma se exerça por igual em relação a todo o sistema financeiro, observando critérios harmonizados e comparáveis relativamente às três instituições.

Relação com o executivo

A CMC deve olhar para o executivo como parceiro na dinamização do mercado de valores mobiliários, através de políticas de privatização, no reforço do ambiente favorável à competitividade das empresas, eliminando barreiras de desinvestimento, introduzindo políticas de redução da carga fiscal sobre o mercado, simplificando processos administrativos, promovendo um regime fiscal que favoreça a oferta e a procura de títulos no mercado accionista, desenvolvendo as reformas necessárias no sistema de justiça, a começar pela incorporação no regime societário de normas mobiliárias e de bom governo das sociedades.

Porém, dado o contexto histórico do poder político em Angola, há necessidade de se criar uma estrutura que facilite uma visão correcta desta relação.

Modelo organizatório

Foi através de entidades especializadas, de origem norte-americana, dotadas de poderes de emitir regulamentação vinculativa para os agentes do mercado que o Estado Angolano resolveu intervir no universo mobiliário, acolhendo o EO da CMC a autorregulação e a regulação baseada em princípios e em regras.

A atribuição primária das autoridades administrativas independentes do sector financeiro é a emissão de regulamentos, beneficiando de uma maior proximidade da realidade regulada, gozando de uma maior agilidade regulatória e tendo facilidade acrescida na alteração dos textos normativos anteriormente produzidos. Elas desempenham o papel de intérpretes das regras vigentes através de pareceres genéricos ou de actos concretos (constituindo-se, neste sentido, como legisladores materiais). Porém, não se deve preterir o diálogo com os privados, tendo em atenção o facto de termos um mercado heterogéneo em termos de conhecimento e experiência financeira, relevando-se aqui a importância da auto-regulação e, ao mesmo tempo, da regulação

baseada em princípios, que serve de antídoto contra intervenções normativas desnecessárias, representando ao nível da supervisão uma oportunidade para a transparência decisória das oportunidades de supervisão e para a estabilização interpretativa das normas vigentes.

Tendo em atenção o estágio de desenvolvimento do próprio mercado, é natural que a regulação baseada em regras se evidencie mais em relação à auto-regulação e à regulação baseada em princípios, o que não significa descartar estes dois últimos mecanismos.

Natureza jurídica

Atendendo às circunstâncias e à classificação legal, entendemos ser este órgão uma autoridade administrativa independente criada nos termos do art. 199º, 3 da CRA, resultado da evolução económica e da reconfiguração do papel Estado, mas sobretudo da influência de organizações internacionais (no caso, da IOSC), que redesenharam o modelo e as competências desta entidade.

A CMCA aparece, do ponto de vista subjectivo, como uma instância de natureza pública, que reveste carácter personalizado, criada por norma jurídico-pública. Sob o ponto de vista objectivo, exerce função especial, de regulação, supervisão, fiscalização e promoção do mercado de valores mobiliários. É um órgão com regime próprio de autonomia dos seus titulares e do seu funcionamento frente aos demais poderes estaduais, com acentuada imparcialidade e neutralidade e uma autonomia organizativa e financeira, ainda que beliscada em algumas disposições pelo poder Executivo.

Independência

A CMC é uma entidade administrativa com definição de mandato clara, autonomia financeira, administrativa e funcional, a que se consubstancia num órgão com independência formal.

Havendo necessidade de materialização desta independência no exercício permanente da actividade de supervisão (independência de facto), denota-se uma fragilidade deste órgão, devido o contexto histórico-político de Angola, que levou a uma “partidarização” das instituições, tanto públicas como privadas, assim como da sociedade em si, o que põe em causa a independência de facto.

Todavia está, deve ser encarada, como um processo evolutivo, pois a independência absoluta é impraticável, no limite esta liberdade esbarra no facto de não se poder regulamentar sobre as próprias leis orgânicas, tarefa que caberá sempre ao Estado.

Para tal, há necessidade de demonstração de um forte regime de transparência, prestação de contas e responsabilização.

Accountability

A transparência do supervisor afigura-se essencial para os processos decisórios participados. Parte-se do princípio de que a mesma transparência que este órgão exige do mercado deve ter reciprocidade na transparência que o mercado deve exigir e poder receber da parte do supervisor. A transparência o elemento fundamental para alcançar um equilíbrio sensato entre a *accountability* e a independência.

O parlamento, o executivo e os tribunais perfilam-se no rol de entidades a que a CMC deve explicações e justificações. Destacam-se a obrigatoriedade de disponibilização por parte deste órgão do relatório da actividade desenvolvido em cada exercício financeiro, do balanço e da gestão das contas anuais, que devem ser submetidos à fiscalização do tribunal de contas, acompanhados do parecer técnico do Conselho Fiscal, o que permite assegurar o uso adequado dos recursos.

Os membros e os funcionários da entidade de supervisão, enquanto servidores públicos que prosseguem o interesse público, devem pautar-se por uma conduta de imparcialidade, lisura, confiança, transparência, sob pena de incorrerem numa improbidade, cuja verificação desencadeia consequências censuráveis pelo Direito.

Poderes de regulação e supervisão

A dinâmica dos mercados de capitais torna insuficientes as fontes legislativas em sentido formal para uma adequada regulação mobiliária, com vista à adaptabilidade dos instrumentos normativos, dada a necessidade de intervenções de carácter urgente e a necessidade de ajustar os textos legislativos. Neste sentido, são atribuídas à CMC competências regulatórias de elaboração de regulamentos, de emissão de recomendações e pareceres genéricos e de assessorar o Executivo, constituindo-se esta entidade como legislador material, mas para tal é necessária uma correcta visão do mercado por parte deste órgão.

A supervisão da CMC no sentido de assegurar que os agentes que operam no mercado cumprem com o estabelecido para o exercício da sua actividade consubstancia-se, no âmbito da supervisão prudencial, na concessão de registos e de autorização de que depende o exercício de actividades profissionais e na verificação prévia de informação a ser dirigida ao público, nomeadamente através do prospecto, da publicidade e das cláusulas contratuais gerais, prevenindo com isto comportamentos ilícitos.

Impõe-se, neste sentido, o dever informativo na mensagem publicitária, necessária ao funcionamento do mercado em condições de concorrência e eficiência, com vista, não só à tutela da publicidade, como também à protecção do próprio mercado.

No âmbito da supervisão contínua, incumbe-lhe o acompanhamento dos actos praticados pelos participantes no mercado para detecção e perseguição inflacionária de irregularidades ou de ilegalidades. Destacam-se como mecanismos de garantir a confiança no sistema financeiro o segredo profissional e a cooperação com entidades congéneres e organizações internacionais ligadas ao mercado de valores mobiliários.

A articulação das autoridades através de mecanismos de cooperação revela-se de grande importância para, nomeadamente, salvaguardar a integridade dos mercados e da estabilidade sistémica, para articular esforços entre autoridades de diversos Estados, detectar, prevenir e punir delitos com efeitos transfronteiriços. É fundamental para que as autoridades de supervisão possam dar uma resposta adequada à internacionalização e integração dos mercados financeiros, incluindo o da prestação de serviços de investimento. Sem ela, a resposta do sistema regulador e de fiscalização torna-se deficiente e os riscos inerentes à internacionalização dos mercados dá lugar a danos efectivos, impedindo ao mesmo tempo o desenvolvimento pleno dos benefícios da globalização. É neste sentido que a preservação da confidencialidade da informação sigilosa trocada entre autoridades de supervisão surge como requisito essencial.

Poderes sancionatórios

Justifica-se que a CMC, enquanto autoridade de supervisão e fiscalização do mercado com a missão de promover e proteger o seu funcionamento, seja dotada de poderes reais de combate aos ilícitos praticados, sob pena de se inutilizar a sua própria função e estatuto, pois não faria sentido criar uma autoridade de supervisão e fiscalização do mercado e simultaneamente criar um regime sancionatório dos ilícitos praticados que fosse alheio a essa entidade.

Por outro lado, evita-se uma sobrecarga e uma exagerada criminalização de comportamentos numa área de actividade económica que dá os seus primeiros passos, de acordo com um modelo internacional moderno de funcionamento dos mercados, tornando-se mais eficiente a sua exequibilidade ao contrário, p. e., dos ilícitos penais previstos no CSC.

Com o objectivo de acautelar a confiança e garantir as condições essenciais para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, o legislador optou no título IX, sob a epígrafe “Crimes e Transgressões”, pela tutela sancionatória de certos comportamentos considerados lesivos do bom e regular funcionamento do mercado, dando origem a um quadro sancionatório de crimes contra o mercado de valores mobiliários e derivados, crimes de desobediência e transgressões.

Este processo tem uma fase organicamente administrativa, que é obrigatória, e uma fase judicial, que é facultativa. A primeira é em regra organicamente administrativa e a subsequente é obrigatoriamente judicial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS

1. Doutrina

- ALEXANDRE, Isabel, *Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. V, Coimbra Editora, 2004.
- ALEXANDRINO, José Melo, *O novo constitucionalismo angolano*, ICJP-FDUL, 2013.
- AMARAL, Diogo Freitas do, *Curso de Direito Administrativo, Vol. I*, 4ª Edição, Almedina, 2015.
- ASCENSÃO, José de Oliveira, *A protecção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra Editora, 2003.
- CAMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2011.
- CAMARA, Paulo, *Os deveres de Informação e a Formação do Preço no Mercado dos valores Mobiliários*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, nº2, CMVM, 1998
- CAMARA, PAULO, *Regulação e supervisão do Mercado de Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008.
- CANOTILHO, Gomes e MOREIRA, Vital, *Constituição da República Portuguesa anotada, 3ª edição revista*, Coimbra Editora, 1993
- CARDOSO, José Lucas, *As autoridades administrativas independentes e Constituição*, Coimbra Editora, 2002.
- CASTRO, Carlos Osório, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, Revista de Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, 1977.
- CATARINO, Luís Guilherme, *Informação: Utopia, realidade e intervenção pública*, in Direito dos Valores Mobiliários, Vol. X, Coimbra Editora, 2011.
- CATARINO, Luís Guilherme, *O novo regime da administração independente: Quis Custodiet Ipsos Custodes?*, Revista da concorrência e Regulação Janeiro/Março, Almedina, 2014

- CATARINO, Luís Guilherme, *Regulação e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros: fundamentos e limites do governo e jurisdição das autoridades independentes*, Almedina, 2010.
- CMVM, *Contra ordenações e crimes de mercado de valores mobiliários*, Edições Almedina, 2015.
- COELHO, Filipe, *Sistema financeiro e desenvolvimento económico: Angola no contexto africano*. 2ª Edição, Coleção Vega Universidade/Ciências Sociais e Política, 2001.
- COIMBRA EDITORA, *Dicionário jurídico da administração pública*, 3º Suplemento, Lisboa, 2007.
- CONFRARIA, João, *Estudos de Regulação Pública II: Estado Regulador, Regulação Independente e a Lei Quadro*, 1ª edição, Coimbra Editora, 2015.
- CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I*, Almedina, 2015.
- CORDEIRO, António Menezes, *A tutela do consumidor de produtos financeiros e a crise Mundial de 2007/2019*, Separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Sérvulo Correia, Edição da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Coimbra Editora, 2010.
- CORREIA, J. M. Sérvulo, *Noções de Direito Administrativo*, Editora Danúbio Lda., 1982.
- FERREIRA, Amadeu, *A supervisão do sistema financeiro*. Disponível em: <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/XCongresso/Discursos/05AmadeuFerreira.pdf>
- FERREIRA, Eduardo Paz e SILVA, Luís Morais, "A regulação sectorial da Economia: Introdução e perspectiva geral", in *Regulação em Portugal: novos tempos, novo modelo?*, Almedina, 2010.
- FERREIRA, Eduardo Paz, "Em torno da regulação económica em tempos de mudança", *Revista de Regulação e Concorrência*, ano 1, Janeiro-Março de 2010.
- FERREIRA, Eduardo Paz, *A informação no Mercado de Valores Mobiliários*, Direito de Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra Editora, 2001.

- FERREIRA, Eduardo Paz, *Sectores estratégicos e intervenção do Estado no Mercado dos Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra Editora, 2001.
- FERREIRA, Manuel Ennes, *Angola: Da política económica às relações económicas com Portugal*, Câmara de Comércio Indústria Angola Portugal, 1993.
- FERREIRA, Marco A. da Silva Capitão Costa, *Estado e Economia, Entre o mercado e a tecnocracia: Onde fica a res pública?*, FDUL, 2014.
- FONSECA, José Carlos de Carvalho Vale Frias, *Autonomia e Accountability do Supervisor Bancário*, FDUL, 2015.
- GILARDI, Fabrizio e MAGGETI, Martino, “*The Independence of Regulatory Authorities*”, in *Handbook on the Politics of Regulation* (org. LEVI-FAUR, David), Cheltenham, Edward Elgar, 2011. Disponível em: http://www.fabriziogilardi.org/resources/papers/gilardi_maggetti_handbook.pdf
- GONÇALVES, Pedro Costa, Martins, Licínio Lopes, *Estudos de Regulação Publica II: Nótulas Sobre o Novo Regime das Entidades Independentes de Regulação da Actividade Económica*, 1ª edição, Coimbra Editora, 2015.
- GOUVEIA, Jorge Bacelar, *Direito Constitucional de Angola*, IDILP-Instituto de Direito de Língua Portuguesa, 2014.
- MACEDO, Jorge Braga de, *Mercados financeiros internacionais e cidadania portuguesa*, Direito dos Valores Mobiliários, 1997.
- MACKAAY, Ejan, e ROUSSEAU, Sréphane, *Análise económica do direito*. Tradução de Rachel Sztajn, 2ª edição, Editora Atlas S.A., 2015.
- MALAQUIAS, Pedro Ferreira, Martins, Sofia, FLOR, Paula Adrega, *Modelos de regulação (ou supervisão) do sector financeiro*. Disponível em: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2197/documento/articuloUM.pdf?id=3096>.
- MARIO, Francisco, *Supervisão bancária no sistema financeiro angolano*, Revista de Concorrência e Regulação, ano V-VI, Almedina, 2016.
- MOREIRA, Vital, *Administração autónoma e associações públicas*, Coimbra Editora, 1997

- MOREIRA, Vital, *Auto-regulação profissional e administração pública*, Almedina, Lisboa, 1997.
- NAZARÉ, Luís, “Lições inaugural do II Curso de Pós graduação em Regulação pública” in *Estudos de Regulação pública I*, 2004.
- NTEKA, Eduardo Álvaro C., *Importância do Mercado de Capitais para o Desenvolvimento da Economia Angolana*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresarias, ISEG, Novembro de 2011
- *Opiniões e reflexões, Coletânea de artigos, conferência e palestras sobre Angola, África e o Mundo*, Luanda, Fevereiro de 2004. Disponível em: <http://www.ceic-ucan.org/wp-content/uploads/2014/04/Opini%C3%B5es-e-reflex%C3%B5es-colect%C3%A2nea-de-artigosconfer%C3%Aancias-e-palestras-sobre-Angola-%C3%81frica-e-o-Mundo.pdf>
- OTERO, Paulo, *Alguns problemas do Direito Administrativo do Mercado dos Valores Mobiliários*, Direito dos Valores Mobiliários Volume I, Coimbra Editora, 1999.
- PAHULA, Ovídio. *A evolução da Constituição económica de Angola*, Casa das Ideias, 2010.
- PATHANASSIOU, Phoebus. *Financial Sector Supervisors Accountability: A European Perspective*. Legal Working Paper nº 12, BCE, 2011, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplscb1wp12.pdf>
- PEREIRA, José Nunes, *Regulação e supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários e das Empresas de Investimento: Alguns problemas actuais*. Disponível em: https://digitalis-dsp.uc.pt/bitstream/10316.2/26227/1/BoletimXL_Artigo2.pdf?ln=pt-pt
- PINA, Carlos Costa, *Instituições e mercados financeiros*, Almedina, Coimbra, 2005.
- PINA, Carlos Costa, *Publicidade, promoção e prospecção nos serviços financeiros*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IV.
- PINTO, Frederico de Lacerda da Costa, *A jurisprudência sobre a contraordenação no âmbito dos mercados de valores mobiliários: Direito dos Valores Mobiliários, Vol. II*, Coimbra Editora, 2000.

- QUEIROZ, Francisco Manuel Monteiro de, “*O sector informal de economia em Angola: contributos para a sua compreensão e enquadramento jurídico-económico*”, Dissertação de Mestrado, FDUL, 1996.
- QUIXINA, Yuri Gilson Cassumba, “*A relação causal entre a evolução do sector bancário, rendimento de petróleo e crescimento económico em Angola nas últimas décadas*”. Dissertação de Mestrado, FEP, 2014.
- ROCHA, Manuel José Alves da, *Por onde Vai a Economia Angolana?*, Executive Center e Luanda Antena Comercial, Luanda, 2000.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento, *A protecção de investidores em valores mobiliários*, Almedina, 2001.
- ROQUE, Fátima Moura, *Construir o futuro em Angola, 1ª Edição*, Celta Editora, 1997.
- SANCHES, José Luís Saldanha, *A regulação: História breve de um conceito*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, ano 60, I-Lisboa, 2000.
- SANTOS, Gonçalo Castilho dos, *O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes*, Direito dos Valores Mobiliários Vol. V, Coimbra Editora, 2004.
- SANTOS, Hugo Moredo, *Transparência OPA Obrigatória e Imputação de Direito de Votos*, 1ª edição, Coimbra Editora, 2011.
- SARAIVA, Rute, *Direito dos Mercados Financeiros*, AAFDL, 2013.
- SARAIVA, Rute, *Um breve olhar Português sobre o modelo de supervisão financeira em Macau*. Revista de concorrência e Regulação, ano V-VI, n.º 20-21, Edições Almedina, 2016.
- SILVA, Paula Costa e, *As autoridades independentes: Alguns aspectos da regulação económica numa perspectiva jurídica*, Revista Direito III, ano 13, Almedina, 2006.
- SOUSA FRANCO, António de, e CABO, Sérgio Gonçalves, *O financiamento da regulação e supervisão do Mercado de Valores Mobiliários*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Vol. V, Direito Público e Vária, Almedina 2003.
- SOUSA, Marcelo Rebelo de, *Lições de Direito Administrativo I*, Lisboa, 1994/95.

2. *Legislação consultada*

- Código de Valores Mobiliários, aprovado pela Lei nº 22/15 de 31 de Agosto
- Constituição da República de Angola/2010
- Decreto Executivo nº 209/08, de 26 de Setembro, das taxas devidas pelas sociedades abertas e pelos demais operadores do mercado de capitais à CMC
- DL nº 13/05 de 30 de Setembro_ Lei as Instituições Financeiras
- DL nº 9/05 de 18 de Março _ Estatuto Orgânico da CMC
- DP nº 141/13 de 27 de Setembro_ Estatuto Orgânico da ARSEG
- DP nº 22/12_ Estatuto Orgânico da CMC
- Lei 10/04 de 12 de Novembro-Lei das actividades Petrolíferas
- Lei 12/05, de 23 de Setembro _ Lei dos Valores Mobiliários
- Lei 12/12 de 13 de Abril _ Lei Orgânica da Organização e Funcionamento da CNE
- Lei 5/2000 de 16 de abril_ Lei da Delimitação do Sector da actividade Económica
- Lei 9/02 de 30 de Julho_ Lei Geral de Publicidade
- Lei nº 16/10 De 15 de Julho _ LBNA
- Lei nº 23/92 de 16 de Setembro, Lei Constitucional da República de Angola
- Lei nº 5/05, de 9 de Julho _ Lei do Sistema de Pagamentos de Angola
- Regimento da Assembleia Nacional_ Aprovado aos 28 de Fevereiro de 2012

3. *Documentos e Outros*

- ARSG, *Estudos sobre o sector dos seguros e dos fundos de pensões em Angola*. Disponível em: http://www.arseg.ao/images/stories/estudo_2011-2013_part2.pdf
- ARSG, *Estudos sobre o sector dos seguros e dos fundos de pensões em Angola*. Disponível em: http://www.arseg.ao/images/stories/estudo_2011-2013_part1.pdf
- BNA, Documento apresentado pelo Departamento de Estudos Económicos (DEE/BNA), no Seminário sobre “Os Desafios da Desdolarização”, organizada a 13 de Maio de 2014. Disponível em: <http://www.bna.ao/uploads/%7Bb282cf6e-8d7d-40b1-ab4f-7ae9272a52f0%7D.pdf>
- BNA, Relatório da Balança de pagamentos. Disponível em: <http://www.bna.ao/uploads/%7B1c8e074e-c0ad-4ef0-8324-a996b005c43c%7D.pdf>

- BNA, Relatório de Estabilidade Financeira do BNA 2012.
- BNA, Seminário sobre “Os Desafios da Desdolarização”, organizado em 13 de Maio de 2014.
- CARVALHO, Carlos Rosado de (2016) “Acabem com os conflitos de interesse na banca se querem ser respeitados”Jornal Expansão, 14/10/2016.
- CMC, *Funcionamento do mercado da dívida corporativa*. Disponível em: http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/536/3.%20BODIVA%20-%20Apresentação%20-%20DC%20%20Funcionamento%20do%20Mercado%20Dívida%20Corporativa_OC.pdf
- CMC, *Lista das Instituições autorizadas*. Disponível em: [http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/89/Lista%20de%20Instituições%20Registadas%20\(actualizado%2004.07.16\).pdf](http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/89/Lista%20de%20Instituições%20Registadas%20(actualizado%2004.07.16).pdf)
- CMC, *Relatório de contas*. Disponível em: <http://www.cmc.gv.ao/sites/main/pt/Lists/CMC%20%20PublicaesFicheiros/Attachments/733/Relatório%20e%20Contas%202015.pdf>
- Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento, UNCTAD, Quem Se Beneficia Com a Liberalização do Comércio em Angola? Uma perspectiva do gênero, Nova Iorque e Genebra, 2013. Disponível em: http://unctad.org/en/PublicationChapters/ditc2013d3_pr.pdf
- <http://expansao.co.ao/artigo/71267/acabem-com-os-conflitos-de-interesse-na-banca-se-querem-ser-respeitados?seccao=7>, consultado em, 14 de Outubro de 2016
- IFE, Empreender Diversificar e Competir, Observatório da competitividade Empresarial Angolana Económico. Disponível em: <http://www.ife.gov.ao/>
- INE, *Resultados Definitivos do recenseamento geral da População e Habitação de Angola*, Março de 2016
- NICHOLAS STAINES, Representante Residente do FMI em Angola, entrevista ao Jornal Economia e Mercado, “Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, Luanda, Junho de 2013.

- *Orçamento Geral do Estado*, 2016, Relatório de Fundamentação, 17 de Dezembro de 2015. Disponível em: <http://www.minfin.gv.ao>
- UCAN, *Relatório económico de Angola*, Textos Editores, 2012.
- UCAN, *Relatório económico de Angola*, Textos Editores, 2013.
- UCAN, *Relatório económico de Angola*, Textos Editores, 2014.